

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA NÁRODOHOSPODÁŘSKÁ

Měnově-politické strategie centrálních bank zemí Visegrádské čtyřky
Monetary Policy Strategies of Central Banks of the Visegrad Countries

Student: Jolanta Gomolková
Vedoucí bakalářské práce: Ing. Zuzana Kučerová, Ph.D.

Ostrava 2011

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci „Měnově-politické strategie centrálních bank zemí Visegrádské čtyřky“ vypracovala samostatně pod vedením Ing. Zuzany Kučerové, Ph.D. a uvedla jsem v seznamu literatury všechny použité literární a odborné zdroje.

V Ostravě dne 5. května 2011

.....
Jolanta Gomolková

Poděkování

Na tomto místě bych chtěla poděkovat mé vedoucí bakalářské práce Ing. Zuzaně Kučerové, Ph.D. za cenné rady a připomínky, kterými přispěla k vypracování této bakalářské práce a také za čas strávený konzultacemi a za její trpělivost.

Obsah

1	Úvod	1
2	Teoretická východiska měnové politiky	3
2.1	Centrální banka	3
2.1.1	Makroekonomické funkce	4
2.1.2	Mikroekonomické funkce	5
2.2	Typy měnové politiky	6
2.3	Cíle měnové politiky	7
2.3.1	Vnitřní stabilita měny – boj proti inflaci	7
2.3.2	Podpora ekonomického růstu	8
2.3.3	Podpora zaměstnanosti	9
2.3.4	Rovnovážnost běžného účtu platební bilance	9
2.3.5	Stabilita měnového kurzu	10
2.3.6	Stabilita úrokových sazeb	10
2.3.7	Stabilita finančního trhu	10
2.4	Nástroje měnové politiky	11
2.4.1	Nepřímé (tržní) nástroje měnové politiky	11
2.4.2	Přímé i nepřímé nástroje měnové politiky	13
2.4.3	Přímé (direktivní) nástroje měnové politiky	14
2.5	Dílčí shrnutí	15
3	Země Visegrádské čtyřky a strategie jejích centrálních bank v měnové politice	16
3.1	Země Visegrádské čtyřky	16
3.2	Strategie centrálních bank zemí Visegrádské čtyřky	17
3.2.1	Druhy strategií	17
3.2.2	Česká republika	19

3.2.3	Slovensko	22
3.2.4	Polsko	26
3.2.5	Maďarsko	29
3.3	Dílčí shrnutí	32
4	Komparace nástrojů měnových politik zemí V4 a analýza charakteru měnových politik.....	33
4.1	Česká republika	33
4.2	Slovensko	37
4.3	Polsko	40
4.4	Maďarsko	44
4.5	Komparace měnově politických nástrojů zemí V4.....	46
4.6	Dílčí shrnutí	48
5	Závěr.....	49
Seznam použité literatury		
Seznam zkratk		
Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce		
Seznam tabulek, grafů, schémat a obrázků		

1 Úvod

V mé bakalářské práci se věnuji měnovým politikám centrálních bank zemí Visegrádské čtyřky. Centrální banky se snaží plnit své stanovené cíle prostřednictvím měnových nástrojů. Každá centrální banka může řídit měnovou politiku různými nástroji a může mít stanovené jiné základní cíle. Tato skutečnost mě vedla k tomu, abych provedla komparaci měnových nástrojů a strategií řízení centrálních bank zemí Visegrádské čtyřky, abych mohla zjistit patrné rozdíly v charakteru měnových politik. Proto cílem této práce je komparace měnově politických strategií a nástrojů centrálních bank zemí Visegrádské čtyřky.

Centrální banky jsou velmi důležitými institucemi, protože mají nezastupitelné místo v měnové politice a v regulaci bankovního systému ekonomiky. Efektivní řízení měnové politiky je velmi důležité, neboť charakterizuje efektivitu celého národního hospodářství. Pro dosažení cílů je důležité, aby centrální banka transparentně a srozumitelně informovala veřejnost o krocích, které hodlá udělat a o úkolech, které si stanovila. Centrální banky mají možnost si vybrat z celé škály měnově politických nástrojů, které působí na stanovený cíl buď přímo, nebo nepřímo.

Práce je rozdělena do pěti kapitol. Druhá kapitola se stručně zabývá teoretickým vymezením měnové politiky. Popisuji zde, jaké cíle mohou mít centrální banky, které nástroje mohou využívat pro splnění svých cílů, jaké má funkce centrální banka a jaké typy měnové politiky rozlišujeme.

Ve třetí kapitole zmiňuji, jaké existují strategie (režimy) v měnové politice a dále představím, které strategie centrální banky využívají. Je velmi pravděpodobné, že všechny centrální banky zemí Visegrádské čtyřky budou využívat měnově – politický režim cílování inflace, protože cílování inflace se ukázalo jako spolehlivý režim pro udržení cenové stability. Zajištění stability cen v ekonomice je klíčové, neboť přispívá k tvorbě stabilního prostředí pro rozvoj podnikatelských aktivit.

Čtvrtá kapitola je zaměřena na komparaci měnových nástrojů, které využívají centrální banky zemí Visegrádské čtyřky v současnosti, včetně analýzy charakteru měnových politik.

Poslední kapitola je závěr, zde se pokusím porovnat měnové politiky zemí V4 a shrnu, jaký mají v současné době charakter měnové politiky centrálních bank.

Při zpracovávání mé bakalářské práce jsem čerpala hlavně z tuzemských publikací Zbyňka Revendy a také z oficiálních stránek centrálních bank České republiky, Slovenska, Polska a Maďarska. Data o inflaci jsem získala z webových stránek Eurostatu a Českého statistického úřadu. V práci budu používat metody komparace a deskripce.

2 Teoretická východiska měnové politiky

Měnová politika je nástrojem hospodářské politiky a tak je i její součástí. V každé zemi měnovou politiku provádí centrální banka (CB), která se snaží plnit pomocí určitých měnových nástrojů své stanovené cíle tak, aby byla stále podporována hospodářská politika vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu.

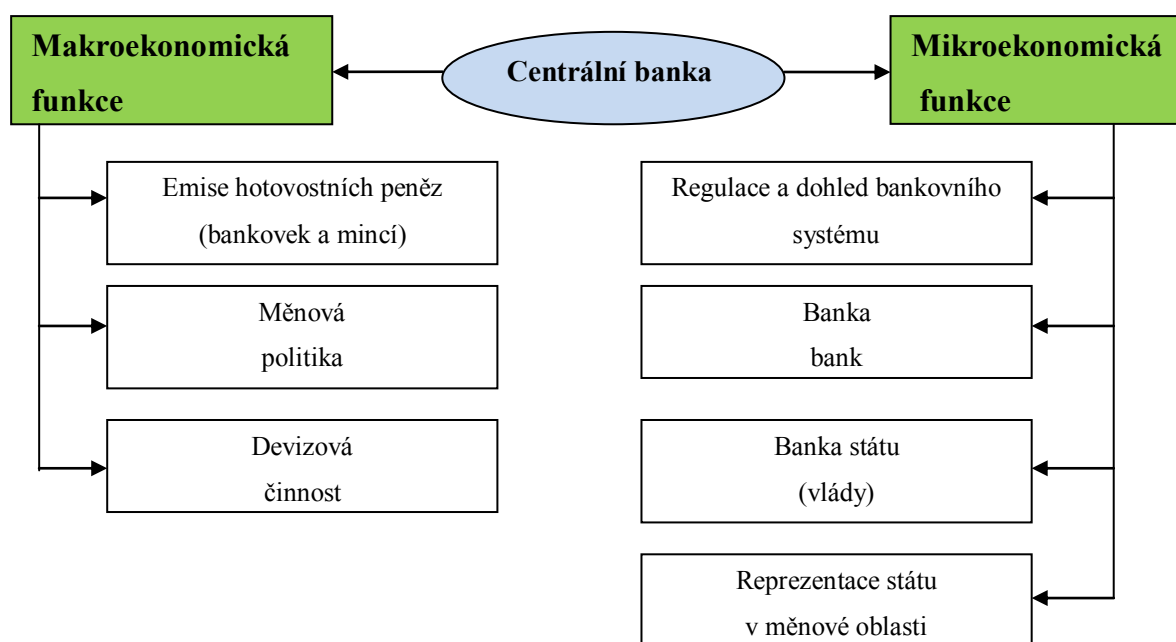
V České republice tuto funkci plní Česká národní banka (ČNB), která se řídí podle ústavy České republiky a zákona č. 6/1993 Sb. ze dne 17. prosince 1992 o České národní bance. Aby centrální banka dosáhla svého základního cíle, nastavuje úrokové sazby tak, aby kontrolovala množství peněz v ekonomice. Úlohu zajistit stabilitu cen v ekonomice mají centrální banky ve většině demokratických zemí s tržní ekonomikou, protože cenová stabilita tvoří stabilní podnikatelské prostředí pro rozvoj různých aktivit a tím přispívá k udržitelnému hospodářskému vývoji. ČNB, nezávisle na vládě, usiluje o plnění svých cílů v rámci měnově politického režimu „cílování inflace“. (ČNB, 2003 – 2011)

2.1 Centrální banka

V tržních ekonomikách jsou CB velmi důležitými institucemi, protože mají nezastupitelné místo v měnové politice a v regulaci bankovního systému ekonomiky. Jak bylo již výše zmíněno, CB se snaží plnit své stanovené cíle (především podporovat stabilitu cenové hladiny) prostřednictvím úrokových sazeb, měnových agregátů, měnové báze a měnového kursu. (Revenda, 2005)

CB kromě toho, že kontroluje hlavní cíle měnové politiky pro udržení stability ekonomiky, plní další velmi klíčové makroekonomické a mikroekonomické funkce, které jsou nezbytné pro fungování státu. Mikroekonomické funkce CB jsou především regulace a dohled nad bankovním systémem a platebním stykem, kde CB vystupuje jako banka bank a banka vlády a také reprezentuje stát v zahraničí a na veřejnosti v měnové oblasti. Za makroekonomické funkce se rozumí provádění měnové politiky, emise hotovostních peněz a devizová činnost. Tyto makroekonomické a mikroekonomické funkce jsou velmi provázané, a to je důvod existence centrálních bank v současnosti. (Revenda, 2001)

Schéma 2.1 Funkce centrální banky v tržní ekonomice v současnosti



Zdroj: Zbyněk Revenda, Centrální bankovníctví (2001, s. 42)

2.1.1 Makroekonomické funkce

Dle Revendy (2008) při naplňování makroekonomických funkcí je hlavním cílem stabilní měnový vývoj.

Druhy makroekonomických funkcí:

Emise hotovostních peněz (bankovek a mincí) – byla považována za základní funkci CB, neboť je spojena s emisním monopolem, tzn., že jako jediný subjekt má právo vydávat peníze na trh. V současnosti se podíl hotovostních peněz na celkovém peněžním obratu ve vyspělých zemích snižuje, protože jsou preferovány bezhotovostní transakce, a tak tato funkce pomalu ustupuje do pozadí.

Měnová politika – CB pomocí svých přímých a nepřímých nástrojů reguluje množství peněz v ekonomice a podporuje tak stabilitu cenové hladiny. CB ve vyspělých ekonomikách provádějí měnovou politiku a většinou o ní také rozhodují. Velmi důležitou roli zde hraje nezávislost centrální banky, která není u všech CB stejná. V některých zemích provádění měnové politiky podléhá schválení vlády či ministerstva financí. Ve většině zemí jsou však CB v měnové oblasti zcela samostatnými subjekty.

Devizová činnost – CB shromažďují devizové rezervy státu a provádí s nimi operace na devizovém trhu, tzn., že prověřují nakládání se zahraničními měnami pro bankovní i nebankovní subjekty.

Devizové operace se spojují s těmito základními motivy:

- udržování hodnoty devizových rezerv,
- zabezpečení devizové likvidity země,
- ovlivňování úrovně a vývoje měnového kursu domácí měny k zahraničním měnám,
- získávání výnosů z devizových rezerv.

Je nutné, aby CB prováděla operaci proti poklesu hodnoty devizových rezerv, protože vzhledem k tomu, že měnové kursy jsou stále v pohybu, by mohlo dojít k držbě znehodnocujících se měn. Zde je podstatné, aby se udržovala žádoucí výše měnové struktury devizových rezerv.

2.1.2 Mikroekonomické funkce

Hlavním cílem CB při naplňování mikroekonomické funkce je bezpečnost, efektivnost, spolehlivost a důvěryhodnost bankovního systému v zemi.

Dle Revendy (2001) rozlišujeme tyto druhy mikroekonomických funkcí:

Regulace a dohled bankovního systému – ve dvoustupňovém bankovním systému je charakteristické, že CB připadá velmi podstatná úloha při prosazování pravidel činnosti bankovních institucí a při kontrole dodržování těchto pravidel, tzn., že činnost druhého stupně je regulována prvním stupněm. Když banky neplní své povinnosti (neplní stanovená pravidla), musejí pak nést odpovědnost, včetně možnosti ukončení činnosti a ztráty licence. Hlavním cílem regulace a dohledu bank je spolehlivost a bezpečné fungování bankovního systému v zemi.

Banka bank – CB působí v ekonomice jako bankéř vůči ostatním obchodním bankám (OB), protože vede ostatním bankám účty, přijímá jejich vklady, poskytuje jim úvěry a provádí zúčtování mezi nimi. Poskytování úvěrů od CB představuje emisi bezhotovostních peněz. OB jsou povinny vkládat do CB povinné úložky, tzv. povinné minimální rezervy, které umožňují CB provádět platební a zúčtovací operace. OB poptávají úvěry od CB, protože její úroková míra je tak nízká, že tvoří relativně levný zdroj financování, nebo aby unikly problémům se zajištěním likvidity.

Banka státu (vlády) – CB je nazývána bankou státu, protože vede účty vládě. Pro vládu, centrální orgány, orgány místní moci a správy a některé podniky veřejného sektoru provádí některé operace. Mezi nejdůležitější operace patří pokladní plnění státního rozpočtu, tzn. vedení účtu, inkasa, úhrady a další operace spojené s běžným

hospodařením státního rozpočtu v daném období. Další operace, které CB provádí, je správa státního dluhu, kde je tato činnost spojená s poskytováním a splácením úvěrů státu, platbou úroků, emisí pokladničních poukázek a dluhopisů. CB poskytuje státu úvěry, které jsou podmíněné úpisem státních cenných papírů, které umísťuje na peněžním a kapitálovém trhu.

Reprezentace státu v měnové oblasti – velmi důležitá funkce CB je vystupování vůči domácí veřejnosti a zahraničí jako reprezentant státu ve všech oblastech týkající se měnové politiky. V domácí ekonomice CB musí informovat širokou veřejnost o změnách týkající se měnového vývoje (vývoj inflace, úrokových sazeb, měnových kurzů), jeho hlavních problémech a způsobech řešení daných problémů. Je nutné, aby CB pořád vysvětlovala veřejnosti své ekonomické přístupy a přesvědčovala o jejich správnosti a bezpečnosti, aby si tím vytvořila a upevnila svoji důvěryhodnost u veřejnosti. CB také vystupuje jako mluvčí státu v měnové problematice vůči zahraničí a reprezentuje stát na různých zasedáních v zahraničí, např. na zasedání Mezinárodního měnového fondu nebo Světové banky.

2.2 Typy měnové politiky

Podle Revendy (2001), aby CB dosáhla svých vytyčených cílů, může provádět restriktivní nebo expanzivní politiku:

- Restriktivní politika – u tohoto typu politiky se jedná o zpomalování tempa růstu množství peněžních prostředků v ekonomice. CB snižuje zásobu peněz a zvyšuje úrokovou míru, aby docílila v dlouhodobém časovém horizontu rovnovážné úrovně cen. V krátkodobém období dochází ke snížení míry inflace, ale poklesne přirozená míra zaměstnanosti, agregátní výdaje a úroveň reálného produktu.
- Expanzivní politika – je charakteristická zvýšením tempa růstu množství peněžních prostředků v oběhu. Expanzivní politika zvyšuje nabídku peněz a snižuje úrokovou míru, aby stimulovala agregátní poptávku. Krátkodobě zvýší zaměstnanost, úroveň reálného produktu, také inflaci a zlepší obchodní bilanci. V dlouhodobém působení expanzivní měnové politiky je výsledkem pouze zvýšení míry inflace.

- Neutrální politika - jedná se o politiku, která stabilizuje tempo růstu množství peněz v oběhu, které nevede k růstu míry inflace.

2.3 Cíle měnové politiky

Jak již bylo výše zmíněno, za hlavní cíl měnové politiky považujeme měnovou stabilitu, kterou můžeme dosáhnout za situace, kdy se skutečné množství peněz v oběhu rovná ekonomicky potřebnému množství peněz v oběhu, tzn., kdy se nabídka peněz rovná poptávce po penězích. Je-li této rovnováhy dosaženo, jsou pak vytvořeny stabilní podmínky pro provozování měnové politiky a CB se může soustředit na další důležité cíle měnové politiky.

Tab. 2.1 Cíle měnové politiky

Cíl měnové politiky	Charakter měnové politiky
Vnitřní stabilita měny - boj proti inflaci	restriktivní nebo neutrální
Podpora ekonomického růstu	expanzivní
Podpora zaměstnanosti	expanzivní
Rovnovážnost běžného účtu platební bilance	restriktivní nebo neutrální
Stabilita měnového kurzu	restriktivní nebo neutrální
Stabilizace úrokových sazeb	neutrální
Stabilita finančního trhu	neutrální nebo expanzivní

Zdroj : Revenda (2001)

Tyto cíle jsou vzájemně podmíněné, protože se mohou dostávat (v krátkodobém horizontu) do vzájemných rozporů v tom smyslu, že jejich dosažení může vyžadovat protikladná řešení. V tomto případě musí dojít k preferenci splnění jednoho či více cílů na úkor jiných cílů.

2.3.1 Vnitřní stabilita měny – boj proti inflaci

Jak již bylo výše zmíněno, český statistický úřad uvádí, že měnová politika hlavně reguluje a ovlivňuje množství peněžních prostředků v ekonomice za určitými cíli. Mezi ně patří především podpora stability cenové hladiny (inflace). Inflace představuje

opakovaný růst cen v dané ekonomice a je považována za velikou hrozbu, neboť nestabilní inflace má negativní důsledky pro dlouhodobý hospodářský růst. Vyšší inflace znehodnocuje příjmy a úspory, které ovlivňují vyšší nominální úrokové sazby a zpravidla i vyšší proměnlivost inflace, což výrazně zvyšuje její náklady. Inflaci měříme pomocí indexu spotřebitelských cen, který měří, na jaké úrovni jsou ceny vybraného koše daných výrobků a služeb ve dvou srovnávaných obdobích.

Aby měnová politika zabezpečila svou základní měnově-politickou úlohu, funguje měnová politika ve většině zemí pomocí některého měnově politického režimu (režim s implicitní nominální kotvou, cílování měnové zásoby, cílování měnového kurzu nebo cílování inflace). Od roku 1998 ČNB provádí svou měnovou politiku v režimu cílování inflace. (ČNB, 2003 - 2011)

Podle Jurečky a kol. (2008, s. 109) *„inflačním cílováním rozumíme takový typ monetární politiky, kdy centrální banka provádí přímé a aktivní formování inflačního očekávání. Centrální banka veřejně vyhlásí pro ekonomiku jako inflační cíl určitý interval, v němž by se měla míra inflace v daném období pohybovat, a následně svými monetárními nástroji usměrňuje ekonomiku k dosažení stanoveného cíle. Významnými rysy cílování inflace je střednědobost této strategie, využívání prognózy inflace a veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle či posloupnosti cílů.“*

Bankovní rada ČNB podle prognózy vývoje inflace provádí nastavení měnově politických nástrojů. Využíváním různých nástrojů se CB snaží snižovat nebo udržovat inflaci. Používá například transmisní mechanismus, který pomocí zvýšení repo sazby vede k oslabení agregátní poptávky. Ta má znovu za následek oslabení cenového růstu a naopak. Pokud jsou inflační vlivy nad cílovanou hodnotou, je to signál pro CB, že by měla být měnová politika restriktivnější, tj. repo sazba by měla být zvýšena. (ČNB, 2003 – 2011)

2.3.2 Podpora ekonomického růstu

Mezi dílčí cíle měnové politiky patří podpora hospodářského růstu. V rámci podpory hospodářského růstu vznikl dokument „Strategie hospodářského růstu“, kterého cílem je přiblížit Českou republiku (ČR) k ekonomické úrovni hospodářsky rozvinutějších zemí Evropské unie. „Strategie hospodářského růstu“ je klíčovým prvkem hospodářské politiky a byla sestavena v roce 2004 jako koncepční materiál, který stanoví nástroje a principy vedoucí k ekonomickému růstu a udržitelnému rozvoji ČR. Vychází z doporučení Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD) a navazuje na

Lisabonskou strategii Evropské unie (EU). Bohatství země je měřeno ukazatelem hrubého domácího produktu (HDP) na jednoho obyvatele a podle dokumentu má ČR dosáhnout v roce 2013 v HDP průměru EU. (Vývoj, výzkum a inovace, 2006)

Zde je velmi důležité, zda je ekonomické prostředí stabilní či nestabilní. Abychom dosáhli hospodářského růstu, musíme využívat prorůstovou monetární politiku, která vytváří stabilní makroekonomické prostředí, která umožňuje, aby probíhaly investiční procesy k dosažení efektivního používání výrobních faktorů. Tempo hospodářského růstu pozitivně ovlivňuje nezaměstnanost, tzn., že hospodářský růst vede k poklesu míry nezaměstnanosti. (Revenda, 2001)

2.3.3 Podpora zaměstnanosti

Zde je podstatné, aby byla dosažena přirozená míra nezaměstnanosti, neboť neefektivní využívání lidských zdrojů má za následek snižování bohatství země, tzn., že negativně ovlivňuje hospodářský růst. Úkolem měnové politiky v podpoře zaměstnanosti je vyhlazování výkyvů ve vývoji produktu. Pomocí patřičných regulací měnových veličin, udržuje CB stabilní měnové prostředí (tzn. stabilní cenovou hladinu), a tím podporuje hospodářský růst, který je charakterizován vývojem HDP a přirozenou mírou nezaměstnanosti. (Revenda 2001)

2.3.4 Rovnovážnost běžného účtu platební bilance

Dalším doprovodným cílem měnové politiky je rovnovážnost běžného účtu platební bilance, tzn., že v delším časovém období součet sald běžného účtu platební bilance konverguje k nule. Běžný účet platební bilance zahrnuje všechny vývozy a dovozy služeb a statků v dané zemi. CB může ovlivňovat pomocí kurzu dovoz i vývoz statků a služeb tak, že prodá nebo nakoupí svou vlastní měnu, aby kurz ovlivnila, tzn., že ji zhodnotí nebo znehodnotí. Pokud se vyskytne saldo na běžném účtu, CB může provést znehodnocení vlastní měny. Dojde k tomu, že exporty se stanou výhodnější (levnější) a importy dražší nebo naopak a tak vyrovná běžný účet platební bilance. Bilance na běžném účtu platební bilance poskytuje klíčové informace o dovozu a vývozu, a tudíž rovnovážnost běžného účtu platební bilance je důležitá, neboť podporuje ekonomický rozvoj a ovlivňuje budoucí měnový kurz. (Revenda, 2001)

2.3.5 Stabilita měnového kurzu

Nominální měnový kurz je možné definovat jako počet jednotek domácí měny, za které lze nakoupit jednotku měny zahraniční. Snaha o udržení stability měnového kurzu je velmi důležitá pro zahraniční obchod, neboť měnový kurz ovlivňuje:

- výši úrokových sazeb,
- míru inflace,
- změny růstu peněžní zásoby,
- saldo obchodní a platební bilance,
- očekávání budoucího vývoje měnových kurzů.

Pohyb měnového kurzu také zajišťuje rovnováhu platební bilance, provádění nezávislé vnitřní měnové politiky a může přenést inflaci z jedné země do druhé. Měnová politika se tak snaží hlídat stabilitu měnového kurzu, tzn., že ČNB v rámci potřeby ovlivňuje výši kurzu koruny vůči zahraničním měnám, aby zajistila devizovou likviditu země. (Revenda, 2005)

2.3.6 Stabilizace úrokových sazeb

Stabilita úrokových sazeb je dalším cílem měnové politiky, neboť úrokové sazby ovlivňují pohyb zahraničního kapitálu v dané zemi. Při prudkém zvýšení úrokových sazeb dochází k poklesu tempa ekonomického růstu a růstu nezaměstnanosti, neboť dochází k odlivu zahraničního kapitálu. Naopak prudké snížení úrokových sazeb motivuje obchodní banky k rizikovějším aktivitám, což může vést ke vzniku krize. Pomocí regulace úrokových sazeb, CB dávají měnové politice charakter. Zvýšením nebo snížením úrokových sazeb, může CB ovlivňovat inflaci. Pokud zvýší úrokové sazby provádí CB restriktivní politiku, a tím může dosáhnout poklesu míry inflace, naopak pokud sníží úrokové sazby, dojde k expanzi, která má za následek zvýšení míry inflace. Časté výkyvy úrokových sazeb, by negativně působily na cenovou stabilitu, a právě proto dalším cílem CB je dbát na stabilitu úrokových sazeb.

2.3.7 Stabilita finančního trhu

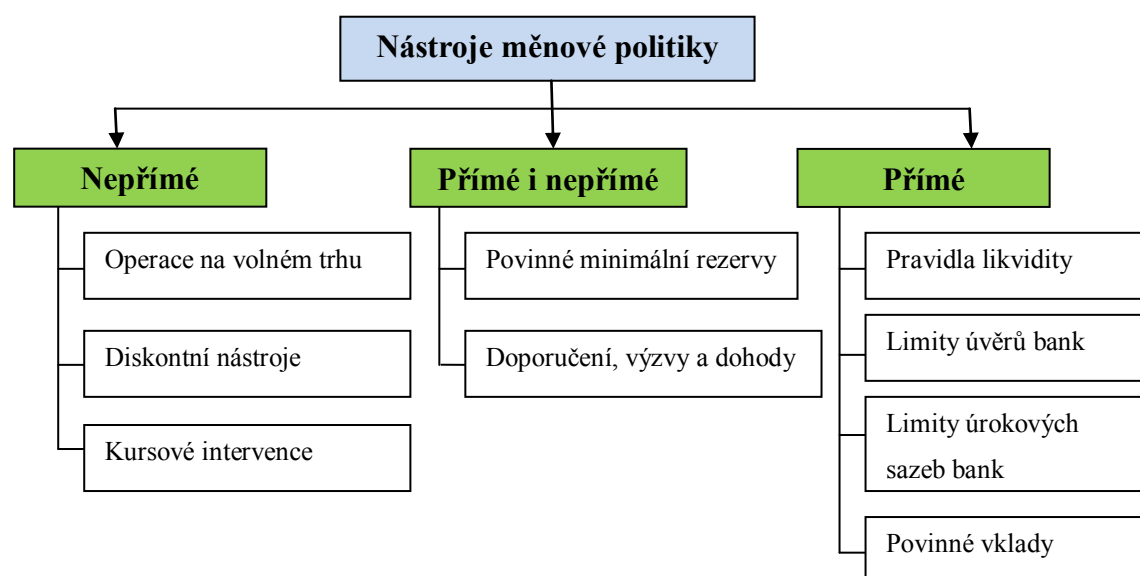
Poslední uvedený cíl je stabilita finančních trhů, která je důležitá pro působení CB, která reguluje bankovní systém v zemi. Pokud se naruší stabilita na finančním trhu, může hrozit případný kolaps některé obchodní banky nebo několika bank a to může ohrozit stabilitu bankovního systému. CB by pak „měla poskytnout“ úvěrovou pomoc

ohroženým bankám. To však způsobuje nárůst množství peněz v oběhu, která je doprovázena nežádoucími inflačními účinky. Pokud OB trpí nedostatkem likvidity, pomoc CB je často použita na úhradu závazků jiným bankám nebo výplatu vkladů. CB může poskytnout OB pomoc „věřitele poslední instance“. Je to úvěrová pomoc OB při jejich finančních potížích. Tuto pomoc mohou OB využít po vyčerpání ostatních možností bank např. na finančním trhu nebo úvěrem od jiné banky. Zde je hlavním smyslem udržení stability a důvěryhodnosti bankovního systému. (Revenda, 2001)

2.4 Nástroje měnové politiky

Podle Jurečky (2001, s. 265) můžeme obecně nástroje měnové politiky členit do kategorií podle různých hledisek, ale nejběžnější členění nástrojů, a z hlediska aplikované měnové politiky nejpraktičtější, je na nástroje přímé a nepřímé. Jak již bylo výše uvedeno, hlavní funkci centrální banky v tržní ekonomice je provádění měnové politiky. A aby centrální banka dosáhla výše uvedených cílů, používá právě přímé a nepřímé nástroje. Volba použití nástrojů centrální bankou záleží na její samostatnosti.

Schéma 2.2 Členění nástrojů měnové politiky



Zdroj: Revenda, (2001, s. 42)

2.4.1 Nepřímé (tržní) nástroje měnové politiky

V moderních ekonomikách jsou mnohem častěji využívány **nepřímé nástroje měnové politiky**. Nepřímé nástroje jsou charakteristické plošným působením a vytvářením stejných podmínek pro všechny subjekty bankovního systému. Tyto nástroje

neomezují samostatnost rozhodování obchodních bank v ekonomice a tak banky na ně mohou, ale nemusejí reagovat. Jejich nepřímé působení způsobuje, že jsou potenciálně méně účinné, ale banky jejich existenci akceptují. (Revenda, 2001)

Druhy nepřímých nástrojů měnové politiky:

- **Operace na volném trhu** – operace na volném trhu jsou většinou prováděny ve formě repo operací, tzn. nákup nebo prodej cenných papírů centrální bankou od obchodních bank v domácí měně s hlavním cílem regulace měnové báze nebo krátkodobé úrokové míry. Předmětem těchto operací jsou zpravidla státní krátkodobé cenné papíry, které snižují nebo zvyšují likvidní rezervy a úvěrové kapacity obchodních bank. Nákupem státních cenných papírů od obchodních bank CB provádí expanzivní politiku, protože zvyšuje jejich likviditu a úvěrovou kapacitu a tím dochází k zrychlení oběhu peněz v ekonomice. Naopak, když CB prodá státní cenné papíry OB, provádí restriktivní monetární politiku, protože jejich likviditu a úvěrovou kapacitu snižuje a tím dochází k odčerpání peněz z OB i z ekonomiky a tím dojde k zpomalení oběhu peněz. Jinak řečeno, CB přímo ovlivňuje nabídku peněz v národním hospodářství. (Kvizda 1998, s. 69)
- **Diskontní nástroje** – jsou „klasickými“ nástroji měnové politiky, které jsou historicky nejstarší a v široké míře se používají i v současnosti. Představují úrokové sazby a další podmínky úvěrů, které centrální banka poskytuje obchodním bankám v domácí měně, aby regulovala úvěrovou kapacitu obchodních bank. (Revenda 2001)

Centrální banka může poskytnout tři druhy úvěru:

- **Diskontní úvěr** – je jedním z nejlevnějších a nejpoužívanějších úvěrových zdrojů pro obchodní banky, které jsou úročeny **diskontní sazbou**. Centrální banka poskytuje tento úvěr pouze při stanovených podmínkách, kde obchodní banky (OB) tento úvěr mohou čerpat automaticky. Diskontní úvěry jsou pouze krátkodobé a poskytnutí diskontního úvěru vede k růstu rezerv bank i měnové báze a při splácení úvěru dochází ke snížení rezerv bank i měnové báze. CB může zvyšovat a snižovat diskontní sazby, které mají velký signalizační význam pro banky a hospodářské subjekty, protože jsou informovány o charakteru měnové politiky. (Revenda 2001)

- **Reeskontní úvěr** – tento úvěr se vyznačuje odkupováním (reeskontováním) směnek od bank, kde lhůta splatnosti bývá obvykle do tří měsíců. Je zde úročení tzv. diskontní sazbou, ale někdy může být vyšší než diskont a právě v tomto případě ji říkáme reeskontní sazba. Centrální banka reeskontem směnek zvyšuje úvěrovou kapacitu OB a velikost diskontní sazby se tímto způsobem přenáší do úrokových sazeb finančních trhů. Česká národní banka reeskont směnek nepoužívá od roku 1997.
- **Lombardní úvěr** – CB poskytuje úvěry obchodním a dalším domácím bankám proti zástavě movitých věcí. Tento úvěr je poskytován takovým bankám, které mají problém s likviditou a nemají již možnost získat reeskontní nebo diskontní úvěr. Poskytuje ho CB opět OB a do zástavy bývají zpravidla přijímány jen bonitní (státní) cenné papíry. Lombardní úvěr je poskytován za velmi vysokou a pevnou sazbu tzv. lombardní sazbu. Lombardní úvěr slouží především jako emisní nástroj, tzn., že doplňuje peněžní zdroje obchodních bank. Není možné tento úvěr bezprostředně využít pro operativní snížení nabídky peněz.
- **Kursová intervence** - tímto nástrojem CB nejčastěji ovlivňuje vývoj obchodní bilance státu a míru inflace. Kursový systém a devizové intervence velice silně ovlivňují pohyb zahraničního kapitálu, který se promítá i do domácí peněžní zásoby. Jakým způsobem CB intervenci provádí, takovým způsobem se promítne kursová intervence do změny nabídky peněz. Přímá intervence znamená nákup nebo prodej domácí měny za devizy a nepřímá intervence je prováděná přes změnou úrokových sazeb v ekonomice. Neočekávané intervence jsou mnohem úspěšnější než předem ohlášené nebo s jistotou očekávané. (Kvizda, 1998)

2.4.2 Přímé i nepřímé nástroje měnové politik

Níže uvedené nástroje můžeme zařadit i do přímých i nepřímých nástrojů. Např. povinné minimální rezervy jsou řazeny mezi přímé nástroje, ale pokud CB stanoví jednotné povinné minimální rezervy pro všechny bankovní subjekty, patří do nástrojů nepřímých.

- **Povinné minimální rezervy** – jsou standardním nástrojem měnové politiky, které ovlivňují přímo velikost peněžního multiplikátoru. Jsou stanoveny procentem z celkové sumy primárních vkladů domácích nebankovních subjektů

v OB. Povinné minimální rezervy tak představují povinně vytvářené pohledávky OB u CB, které se v ČR úročí. Každá změna rezerv tedy ovlivňuje úvěrovou kapacitu obchodních bank, protože se změní objem prostředků, se kterými může daná komerční banka disponovat – regulace likvidity s cílem zabezpečit bezpečnost a funkčnost bankovního systému. Zvýšení PMR signalizuje protiinflační restriktivní politiku, protože dojde ke zpomalení oběhu peněz a snížením PMR dochází k expanzivní politice, neboť se zrychlí oběh peněz v ekonomice.

- **Doporučení, výzvy a dohody** – jedná se o zřejmě nejrozšířenější, běžně používané a vysoce účinné přímé nástroje, vztahující se od CB k OB. Jejich plnění není přímo vynutitelné, ale OB je většinou respektují a používají. (Kvizda, 1998)

2.4.3 Přímé (direktivní) nástroje měnové politiky

Přímé nástroje jsou ve vyspělých ekonomických systémech využívány velmi zřídka a lze je označit jako nestandardní, jejichž použití se vztahuje k překonání dočasné hluboké nerovnováhy v hospodářství nebo ke konsolidaci bankovního sektoru a svědčí o selhání nástrojů nepřímých. Přímě dopadají na rozhodování obchodních bank a omezují tak jejich podnikatelskou samostatnost. (Revenda, 2001)

Podle Kvizdy (1998, s. 76) rozlišujeme tyto druhy přímých nástrojů měnové politiky:

- **Pravidla likvidity** – OB z logiky své činnosti mají tendenci přijímat co nejlikvidnější pasiva a poskytovat na druhé straně málo likvidní aktiva. Čím je tento rozdíl větší, tím vyššího zisku banka dosahuje, ale tím také podstupuje větší riziko nelikvidity. Aby OB toto příliš vysoké riziko nepodstupovaly, zavádí CB pravidla likvidity, kterými stanovuje závazný poměr mezi aktivy a pasivy OB a jejich závaznou strukturu. Tyto parametry zajišťují stabilitu jednotlivých bank a tedy i celého bankovního sektoru.
- **Limity úvěrů bank** – jsou nejúčinnějším nástrojem s bezprostředním vlivem na peněžní zásobu. Spočívají v direktivním stanovování limitů úvěrů. Rozlišuje se relativní a absolutní úvěrový kontingent. Absolutní úvěrový kontingent vymezuje OB maximální výši úvěru, jenž může poskytnout veřejnosti. Relativní úvěrový kontingent je dán maximální výší úvěru, jenž může obchodní banka čerpat od centrální banky.

- **Limity úrokových sazeb bank** (úrokové stropy) – CB může OB stanovit maximální úrokové sazby, které mohou požadovat z jimi poskytovaných úvěrů, nebo naopak minimální úrokové sazby z přijímaných depozit.
- **Povinné vklady** – většinou se týkají centrálních institucí nebo orgánů státní moci a správy, státních úřadů, institucí anebo orgánů místní samosprávy apod. Jedná se zde o stanovení CB povinnosti některým subjektům otevírat běžné účty, ukládat depozita a provádět platební styk pouze prostřednictvím CB s vyloučením OB. CB může takto přímo kontrolovat nabídku peněz vůči těmto institucím.

2.5 Dílčí shrnutí

V této kapitole jsem se věnovala obecným informacím, které se týkají měnové politiky. Nastínila jsem zde, kdo provádí měnovou politiku, jaké jsou její hlavní cíle, nástroje a typy. V této kapitole jsem také stručně vysvětlila podstatu fungování měnové politiky a to které cíle považuje CB za prioritní, které nástroje může využívat pro dosažení svého stanoveného cíle a jaký typ politiky může provádět. V následující kapitole se budu zabývat zeměmi Visegrádské čtyřky. Budu sledovat, jaké strategie v měnové politice používají konkrétní centrální banky daných zemí.

3 Země Visegrádské čtyřky a strategie jejích centrálních bank v měnové politice

V této kapitole se budu zabývat měnovou politikou zemí Visegrádské čtyřky. Pokusím se zjistit, zda tyto země, které vzájemně spolupracují hlavně v obchodních a politických záležitostech, mají podobné strategie v měnové politice, nebo zda se rozlišují, a proč se rozhodly tyto strategie využívat. Nejdřív krátce nastíním, jak vznikla Visegrádská čtyřka a jaké jsou její cíle a následně se zaměřím na strategie centrálních bank zemí Visegrádské čtyřky.

3.1 Země Visegrádské čtyřky

Visegrádská trojka (V3) vznikla v roce 1335 pro spolupráci a jednání v politických a obchodních vztazích mezi polským, českým a maďarským králem. Teprve v roce 1993 vznikla Visegrádská čtyřka, protože došlo do rozdělení Československé federativní

Obr. 3.1 Země Visegrádské čtyřky



republiky. Země V4 byly označovány jako čtyři postkomunistické země ve střední Evropě – Česká republika, Maďarsko, Polsko a Slovensko. Česká republika, Polsko, Maďarsko a Slovensko jsou země, které mají mnoho společného, protože sdílí stejné kořeny náboženských tradic a snaží se zachovat a posilovat kulturu a intelektuální hodnoty. V4 se snaží o spolupráci hlavně se sousedskými zeměmi, ale i zeměmi Evropské unie.

Prioritou pro skupinu V4 je snaha zachovat a šířit kulturní soudržnost, která má být podporována sdílením hodnot v oblasti kultury, vzdělávání, vědy a výměny informací a také snaha o posílení stability v regionu Střední Evropy. (visegradgroup.eu)

3.2 Strategie centrálních bank zemí Visegrádské čtyřky

3.2.1 Druhy strategií

Jak již bylo v předešlé kapitole uvedeno, CB může využívat různé strategie a nástroje pro splnění svého stanoveného cíle. CB si samostatně zvolí, kterou strategii bude využívat pro řízení měnové politiky v dané zemi. Jednotlivé měnově – politické strategie ukazují, jak lze dosáhnout stanoveného cíle, dávají strukturu měnově – politickému rozhodování a usnadňují interpretaci tohoto rozhodování veřejnosti. Podle ČNB existují čtyři základní strategie měnové politiky:

- ↳ cílování peněžní zásoby,
- ↳ režim s implicitní nominální kotvou,
- ↳ cílování měnového kurzu,
- ↳ cílování inflace.

Cílování peněžní zásoby – vývoj peněžní nabídky v dlouhodobém horizontu ovlivňuje růst cen. Úkolem měnové politiky při používání této strategie je zajistit optimální tempo růstu stanoveného peněžního agregátu. Při cílování peněžní zásoby CB musí zvolit vhodný peněžní agregát a patřičný způsob využívání zvoleného agregátu, který bude CB řídit s dostatečnou přesností. Řízení měnové politiky pomocí cílování peněžní zásoby má jistou výhodu v tom, že umožňuje spravovat nezávislou měnovou politiku a rychle a efektivně reagovat na různé problémy, které vznikají v domácí ekonomice. Tato strategie je vhodná v ekonomickém stabilním prostředí, kde lze předvídat vazbu mezi inflací a cílovaným peněžním agregátem.

Režim s implicitní nominální kotvou – CB bez přímého vyhlášení konkrétního parametru nebo kritéria provádí cílování určité nominální veličiny. CB má v této strategii velký prostor a volnost při provádění měnové politiky. Pro efektivní fungování této strategie je velmi důležitá důvěryhodnost CB, aby dosáhla změny v inflaci a inflačních očekávání.

Cílování měnového kurzu – využíváním této strategie CB pomocí změn úrokových sazeb a přímých devizových intervencí zajišťuje stabilitu nominálního kurzu a dováží cenovou stabilitu z jiné země. U cílování měnového kurzu smí CB využít dvě varianty.

- CB může zafixovat nominální kurz vůči jedné zemi nebo několika zemím. Většinou „kotevní země“ jsou většinou země s nízkou inflací, s rozvinutou ekonomikou a s velkým podílem na zahraničním obchodě.
- CB stanoví pásmo pro pohyb nominálního měnového kurzu a hlídá jeho vývoj v daném pásmu. Pokud nominální kurz překročí hranici stanoveného pásma, CB musí intervenovat, tzn. regulovat výši měnového kurzu.

Hlavní výhodou strategie cílování měnového kurzu je, že umožňuje dovést nízkou inflaci z jiné země, kde inflace je podstatně nižší než v domácí ekonomice, dále srozumitelnost nominální kotvy pro širokou veřejnost a také cílování měnového kurzu vede k prohloubení politické a ekonomické integrace. U této strategie dochází k oslabení autonomie měnové politiky, což se považuje za nevýhodu, neboť domácí země je povinná udržovat úrokové sazby v souladu s úrokovými sazbami kotevní země. Další nevýhodou u fixního kurzu je riziko útoku na domácí měnu, což způsobuje měnovou nestabilitu. To pak v důsledku ovlivňuje růst úrokových sazeb, které mají nepříznivý dopad na domácí ekonomiku.

Cílování inflace – je nejmladší měnovou strategií, která je založena na veřejném vyhlášení inflačního cíle nebo posloupnosti cílů. Inflační cíl je vyhlášován CB, je stanoven k určitému období a je vyjadřován v intervalech. CB tak aktivně a přímo ovlivňuje inflační očekávání. CB u strategie cílování inflace využívá podstatně více informací než jen měnový kurz nebo peněžní agregáty. CB zde musí zahrnout i jiné indikátory, jako např. situaci na trhu práce, dovozní ceny, ceny výrobců, nominální a reálné úrokové sazby, nominální a reálný kurz, hospodaření veřejných rozpočtů apod. Cílování inflace umožňuje CB nezávislé řízení měnové politiky a zahrnutí velkého množství informací do rozhodovacího procesu. A tak výhodou této strategie je srozumitelnost pro širokou veřejnost a možnost předvídat záměry CB. Významnými rysy cílování inflace je střednědobost této strategie, využívání prognózy inflace a veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle. Nevýhodou cílování inflace je to, že CB nedokáže působit na všechny položky, které jsou zahrnuty do indexu spotřebitelských cen.

3.2.2 Česká republika

ČNB uvádí, že Česká republika (ČR) v současné době využívá k provádění měnové politiky cílování inflace. ČR byla první zemí z V4 a zároveň první z tranzitivních ekonomik, která zavedla režim explicitního inflačního cílování. V květnu 1997 ČNB opustila více než šest let prováděnou politiku pevného kurzu a souběžného cílování peněžní zásoby, protože udržování koruny v úzkém fluktuačním pásmu 5% vyvolalo spekulativní útok na českou korunu a začaly se vyskytovat značné měnové turbulence. V režimu cílování peněžní zásoby měnová politika ztrácela liberalizací finančního trhu a kapitálových toků a nebyla schopna plnit svůj tehdejší hlavní cíl – měnovou stabilitu. Při zachování strategie peněžní zásoby uvolnění kurzového režimu nepřineslo očekávaný efekt, neboť široká veřejnost málo rozuměla cílování peněžní zásoby, a tak pomocí kurzových turbulencí se rozkolísala inflační očekávání, která přispěla ke zvýšení inflace. Cílování peněžní zásoby vedlo k různým problémům, protože vazby mezi nástrojem měnové politiky (úrokovými sazbami) a peněžní zásobou a vazby mezi peněžní zásobou a inflací byly obtížně předvídatelné. ČNB tak začala uvažovat o zavedení nové měnově – politické strategie, protože návrat k režimu fixního kurzu, který byl nedobrovolně opuštěn, by nebyl věrohodný. (Klaus a kol., 2000)

Zahraniční ekonomiky, jako např. Nový Zéland, Chile a Kanada, používaly strategii cílování inflace, která nesla velké úspěchy v realizaci měnové politiky. Tato nová měnově politická strategie se jevila v podmínkách vysoce liberalizované a globalizované světové ekonomiky velmi perspektivně. A právě proto se v roce 1997 ČNB rozhodla přijmout cílování inflace za svojí novou měnově – politickou strategii, kterou zavedla od ledna roku 1998. Jednalo se o nový způsob řízení měnové politiky, který se zaměřoval na plnění hlavního cíle (cenové stability) bez pomoci dílčích cílů. ČNB stanovila bodové hodnoty či pásma pro inflaci spotřebitelských cen a snažila se dosáhnout inflace v blízkosti tohoto cíle. U cílování inflace je nebezpečí, že při striktním lpění na dosažení stanoveného inflačního cíle se mohou rozkolísat další důležité faktory jako je například zaměstnanost, produkce nebo úrokové sazby. ČNB se tak snažila předpovídat vývoj inflace pomocí dostupných ukazatelů (produkce, nezaměstnanost, kurz koruny a úrokové sazby) domácího a zahraničního vývoje ekonomiky a vazeb mezi těmito ukazateli. Velmi důležitým rysem cílování inflace v ČR, jak již bylo výše zmíněno, je otevřenost měnové politiky, protože zveřejňování hodnoty inflačního cíle poskytuje hospodářským

subjektům informace o budoucím vývoji inflace. Právě proto je důležité, aby uvedené hodnoty byly důvěryhodné a aby se skutečná inflace nacházela blízko stanoveného inflačního cíle. Pouze důvěryhodná měnová politika může ovlivňovat subjekty v ekonomice při jejich rozhodování, a tak se stát úspěšnou v strategiích cílování inflace.

Při zavedení inflačního cíle se ekonomika ČR nacházela v transformačním procesu, pro který je typická vysoká míra inflace. ČNB ukotvila inflační očekávání, a tak byla přijata strategie cílování čisté inflace. Až od roku 2001 ČNB přešla k cílování celkové inflace a chápe svoje inflační cíle jako střednědobé, přičemž skutečná míra inflace se od nich může přechodně odchýlit v důsledku různých exogenních šoků, jako jsou např. úpravy nepřímých daní apod. (ČNB - 10 let cílování inflace 1998–2007)

Po období transformace v 90. letech byla míra inflace velmi vysoko, neboť dosahovala hodnoty až 56,6% a to v roce 1991. V dalších letech se ale stabilizovala a pohybovala se kolem 10%, což bylo považováno za veliký úspěch. Ekonomika České republiky v tomto období nebyla stabilní, protože byla doprovázena vnější nerovnováhou a nedokázala udržet cenovou stabilitu. Až po roce 1998 si můžeme všimnout v tabulce (3.1), jaké nastaly rozdíly po zavedení cílování inflace. V roce 1998 si ČNB stanovila inflační interval na 5,5 – 6,5%, avšak skutečná čistá inflace byla pouhých 1,7% a došlo k „podstřelení“ inflačního cíle. Stejná situace byla i v roce 1999 a 2000, neboť míra inflace byla velmi nízká. Cílování inflace byla nově zavedenou strategií, a tak ČNB neměla dostatek zkušeností jak nastavit inflační cíle. Tehdejším cílem této strategie nebyla stabilizace inflace, ale dezinflace tzn. snížení jejího tempa růstu, což se ČNB podařilo splnit. (Holman, 2000)

Tab. 3.1 Inflační cíle ČNB za období 1998 - 2010

Stanovený	Plnění k měsíci	Inflační cíl	Plnění cíle	
1997 prosinec	1998 prosinec	5,5 - 6,5 %	1,7%	podstřelení
1998 listopad	1999 prosinec	4 - 5 %	1,5%	podstřelení
1997 prosinec	2000 prosinec	3,5 - 5,5 %	3%	podstřelení
2000 duben	2001 prosinec	2 - 4 %	2,4%	splněný
2000 duben	2002 leden	3 - 5 %	1,8%	podstřelení
2000 duben	2003 prosinec	3 - 5 %	0,1%	podstřelení
2000 duben	2004 prosinec	3 - 5 %	2,8%	podstřelení
1999 duben	2005 prosinec	2 - 4 %	1,9%	splněný
1999 duben	2006 prosinec	3 % \pm 1 p.b.	2,5%	splněný
1999 duben	2007 prosinec	3 % \pm 1 p.b.	2,8%	splněný
1999 duben	2008 prosinec	3 % \pm 1 p.b.	6,3%	přestřelení
1999 duben	2009 prosinec	3 % \pm 1 p.b.	1,0%	podstřelení
2007 březen	2010 leden	2 % \pm 1 p.b.	1,5%	splněný

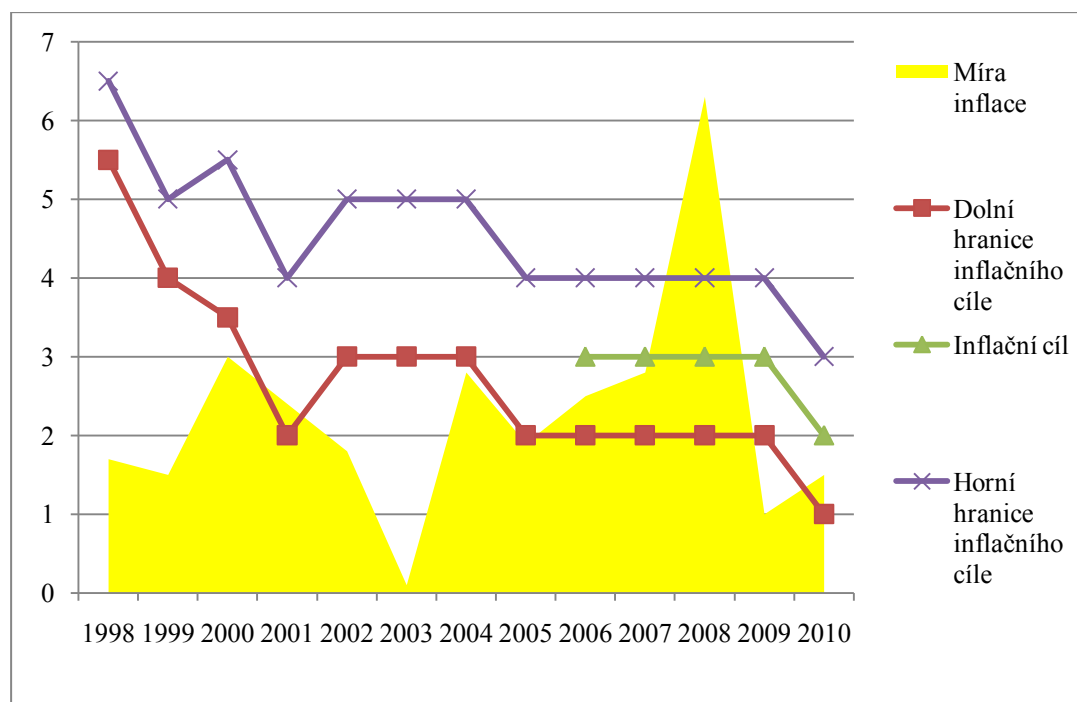
Zdroj: cnb.cz, vlastní zpracování¹

Ekonomika ČR v roce 2000 procházela dezinflací, a tak nebylo možné okamžitě vyhlásit jednoduchý cíl cenové stability. Jak je možno v tabulce (3.1) vidět, ČNB často měnila své inflační cíle. Až od roku 2010 je stanoven nízký inflační cíl ve výši 2 % \pm 1 p.b. Tento cíl byl splněn, protože míra inflace v roce 2010 byla v hodnotě 1,5%. Takto nízká inflace pozitivně působí na ekonomický vývoj. Výjimkou je pouze rok 2008, protože míra inflace v tomto roce přesáhla horní hranici inflačního pásma 4% a dosáhla tak 6,3%. Důvodem byl rychlý růst cen v zahraničí, který měl veliký vliv na naši inflaci. Bylo tomu tak i v ostatních zemích V4.

V následujícím grafu (graf 3.1) je uvedený přehled plnění a vývoje inflačního cílování ČNB, ve kterém můžeme vidět postupné snižování inflačního cíle.

¹ Pro období 1997 – 2001 jsou hodnoty vyjádřené v čisté inflaci. V následujících letech je míra inflace vyjádřena v celkové inflaci.

Graf 3.1 Inflační cíle a míra inflace v České republice za období 1998 – 2010 (v %)



Zdroj: *cnb.cz, vlastní zpracování*²

3.2.3 Slovensko

Národní banka Slovenska (NBS) vznikla 1. ledna 1993 po rozpadu Československa jako samostatná nezávislá banka Slovenska. Formování ČNB a NBS bylo velmi podobné, protože bylo založeno na stejných principech až do doby, kdy Slovensko vstoupilo do eurozóny³ a přijalo euro jako oficiální měnu státu.

NBS, stejně jak ČNB, využívala po dobu šesti let do roku 1998 strategii fixního měnového kurzu. Jelikož přišel veliký odliv devizových rezerv, NBS se rozhodla zrušit strategii fixního měnového kurzu a zavedla strategii plovoucího měnového kurzu. Hodnota měnového kurzu se tak vytváří pomocí poptávky a nabídky po dané měně. Hlavní úlohou NBS již nebylo udržovat měnový kurz v rámci stanoveného flukтуаčního pásma, ale zaměřit se na stabilitu cenové hladiny. Strategie, kterou začala NBS uplatňovat, však nebyla čistým inflačním cílováním. Řízení měnové politiky se vyznačovalo sledováním krátkodobého cíle pro čistou inflaci. Od roku 2000 NBS začala vyhlášovat krátkodobý roční inflační cíl a přešla na implicitní inflační cílování⁴. V tomto

² Do roku 2001 jsou hodnoty uvedené v čisté inflaci.

³ Eurozóna – území Evropské unie, na kterých se používá společná měna euro.

⁴ Implicitní inflační cílování je takové cílování inflace, kde není pevně stanoven inflační cíl.

čase ještě stále nešlo o závazný inflační cíl, ale jenom o určitý střednědobý výhled. Pokud nebyly splněny všechny základní předpoklady (např. nezávislost centrální banky, vyhlášení a sledování jediného střednědobého inflačního cíle, vládní podpora cíle atd.), nebylo možné tento způsob řízení měnové politiky označit jako přímé, explicitní inflační cílování. (NBS, 2002)

V prosinci 2004 přijala Bankovní rada NBS program, ve kterém si stanovila provádět měnovou politiku pomocí strategie cílování inflace v podmínkách ERM II se stanovenými inflačními cíli na roky 2005 až 2008. Slovensko v roce 2005 jako první země ze zemí V4 oficiálně požádala o vstup do eurozóny. V tomto procesu je důležité splnit maastrichtské kritéria, která se týkají míry inflace měřené pomocí indexu spotřebitelských cen (CPI), úrokových sazeb, podíl deficitu veřejných financí k hrubému domácímu produktu (HDP), podíl veřejného dluhu k HDP a také stability měnového kurzu slovenské koruny vůči euru. Co se týká míry inflace, EU stanovila kritérium, že míra inflace nesmí převyšovat úroveň tří zemí s nejnižší inflací o více jak 1,5%. Aby ale byla země přijata do eurozóny, je také důležité, aby tato kritéria byla dlouhodobě udržitelná. Problém udržitelnosti inflace se tak stal klíčovým faktorem rozhodování o termínu přijetí eura. Proto považovala NBS za svůj hlavní cíl udržování cenové stability. NBS začala orientovat měnovou politiku na inflační cílování a na formování inflačního očekávání ve střednědobém horizontu (prostřednictvím Komunikační strategie Národní banky Slovenska). Inflační očekávání bylo podmíněno časovým zpožděním měnové politiky (více než 1 rok).

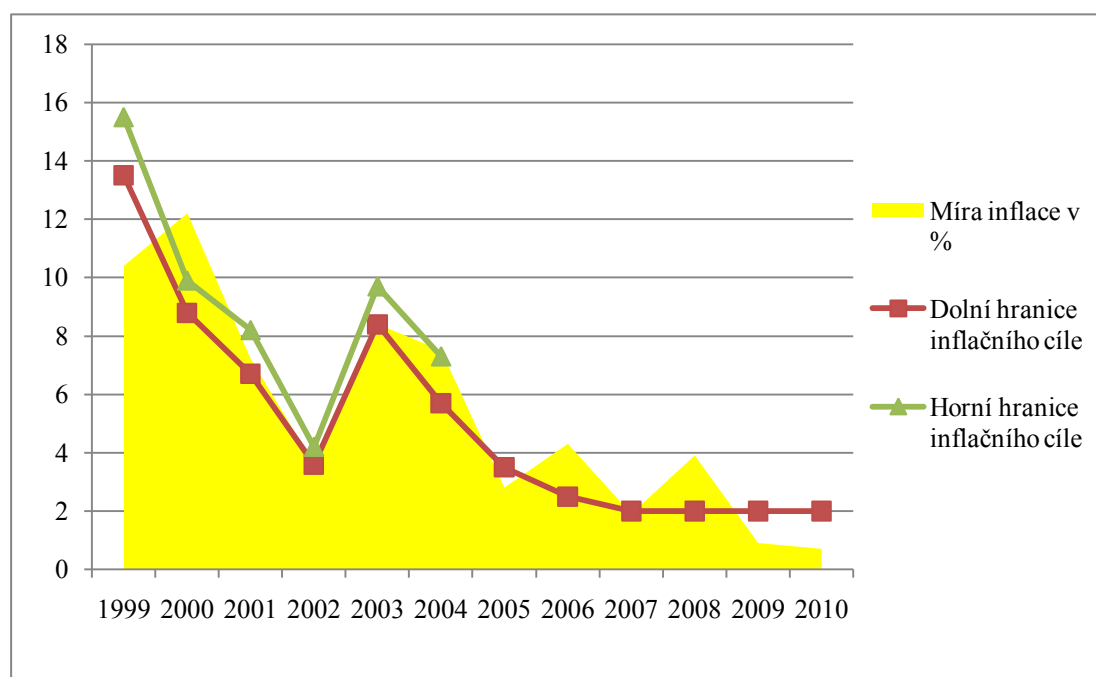
Tab. 3.2 Inflační cíle NBS za období 1999 - 2010

Stanovený	Plnění k měsíci	Inflační cíl	Plnění cíle	
1999	1999 prosinec	13,5 - 15,5%	10,4%	podstřelení
1999	2000 prosinec	8,8 - 9,9%	12,2%	přestřelení
2000	2001 prosinec	6,7 - 8,2%	7,2%	splněný
2001	2002 prosinec	3,6 - 4,2 %	3,6%	splněný
2002	2003 prosinec	8,4 - 9,7%	8,4%	splněný
2003	2004 prosinec	5,7 - 7,3 %	7,5%	přestřelení
2004	2005 prosinec	3,5% ± 0,5%	2,8%	podstřelení
2004	2006 prosinec	pod 2,5%	4,3%	přestřelení
2004	2007 prosinec	pod 2%	1,9%	splněný
2004	2008 prosinec	pod 2%	3,9%	přestřelení
2004	2009 prosinec	pod 2%	0,9%	splněný
2004	2010 prosinec	pod 2%	0,7%	splněný

Zdroj : nbs.sk, eurostat, vlastní zpracování

Jak můžeme v tabulce (3.2) nebo v grafu (3.2) vidět, NBS měla až do roku 2005 stanovený poměrně vysoké inflační cíle, které se podařilo splnit pouze v letech 2001, 2002 a 2003. NBS nedokázala nastavit měnové nástroje tak, aby míru inflace udržela ve stanoveném inflačním cíli, neboť z tabulky (3.2) je možno vidět, že docházelo k přestřelení inflačního cíle (v roce 2000 a 2004), nebo k podstřelení inflačního cíle (v roce 1999 a 2005). Avšak v roce 2004 stanovila NBS k plnění od prosince 2006 inflační cíl na úrovni pod 2,5% a od prosince roku 2007 pod 2,0%. Plnění inflačního cíle bylo úspěšné, i když se v roce 2006 a 2008 nepodařilo inflační cíl dodržet. Překročení stanoveného inflačního cíle bylo způsobené faktory mimo dosah měnové politiky, jako jsou např. administrativní zásahy, vývoj cen energetických komodit a agrokomodit na světových trzích. V roce 2009 se podařilo NBS udržet inflaci v inflačním cíli, a tak bylo splněno maastrichtské kritérium na bázi průměrné roční inflace. (NBS, 2008)

Graf 3.2 Inflační cíle a míra inflace na Slovensku za období 1999 – 2010 (v %)



Zdroj: nbs.sk, eurostat, vlastní zpracování

Od 1. ledna 2009 se stala NBS součástí Eurosystému⁵. Ve spolupráci s Evropskou centrální bankou (ECB) a ostatními CB zemí eurozóny, ECB zabezpečuje stabilní měnový vývoj a podporuje hospodářský růst v eurozóně. Se vstoupením do Eurosystému NBS tak pozbyla pravomoci v oblasti měnové politiky a tyto pravomoci postoupily ECB. NBS se tak stala pouze nástrojem pro výkon jednotné měnové politiky, určené ECB. V rámci Eurosystému je úlohou NBS přispívat k zabezpečení:

- měnové politiky,
- devizových operací a devizových rezerv,
- vydávání eurových bankovky a mince,
- platebního styku,
- sestavování statistik,
- mezinárodní spolupráce,
- vzájemné spolupráce a podpory centrálních bank,
- finanční stability v eurozóně.

ECB se snaží provádět úspěšnou měnovou politiku, a tak jejím hlavním cílem je péče o cenovou stabilitu. NBS tak musí dbát a přispívat k plnění stanoveného cíle ECB.

⁵ Eurosystém – se skládá z Evropské centrální banky a národních centrálních bank těch členských států EU, které zavedly společnou měnu euro.

ECB řídí měnovou politiku pomocí dvou strategií:

- kvantitativní definice cenové stability
- dva pilíře přístupů k analýze rizik cenové stability

Kvantitativní definice cenové stability – rada guvernérů definovala cenovou stabilitu jako růst indexu spotřebitelských cen (CPI), a tak se snaží udržet míru inflace pod, ale blízko 2%. Cenová stabilita má být zachována ve střednědobém horizontu.

Dva pilíře – tato strategie si klade za cíl udržet cenovou stabilitu pomocí důkladné analýzy ekonomického vývoje, tzn. provádět měnovou a ekonomickou analýzu.

(ECB,2003)

3.2.4 Polsko

Dle Polské národní banky (NBP) bylo hlavním cílem NBP do roku 1998 udržovat cenovou stabilitu. Toho dosahovala pomocí strategie nepřímého cílování inflace. Nepřímá strategie cílování inflace je strategie, kdy se CB snaží ovlivňovat nepřímé cíle, které v důsledku ovlivňují konečný cíl, a to inflaci. Za nepřímé cíle se považuje udržení fixního kurzu vůči zahraničním měnám a také kontrola růstu nabídky peněžní zásoby. Tato strategie má ale veliké nedostatky, neboť způsobuje, že:

- je velmi obtížné předem určit rovnovážný kurz, zvláště v situaci, kdy není ekonomika v rovnováze, nebo při postupné liberalizaci na devizovém trhu a při strukturálních změnách v hospodářství,
- v rámci fixního směnného kurzu měnová politika nereaguje na vnější šoky,
- v rámci otevřenosti hospodářství a globálního finančního trhu, země, které mají zaveden fixní kurz, jsou velmi náchylné ke zhroucení jejich ekonomiky, která může vést k rychlým změnám kurzu se všemi jeho důsledky.

Kontrola nabídky peněžní zásoby jako strategie měnové politiky je efektivní, pokud je vztah mezi peněžním agregátem a inflací stabilní a národní banka při využívání svých nástrojů je schopná regulovat růst nabídky peněz. Tyto podmínky pro hospodářství v Polsku nebyly splněny ve značném měřítku, neboť:

- vývoj finančního trhu a jeho nástrojů změnil měnové hospodářství,
- používaný fixní kurzový mechanismus nezaručoval kontrolu nabídky peněz kvůli přílivu cizích zdrojů.

Do roku 1998 se NBP snažila provádět měnovou politiku kombinující prvky těchto dvou strategií – zvyšování nabídky peněz při udržování fixního kurzu. Tato strategie nedovolila uplatňování obou nepřímých cílů, ale zpočátku, v podmínkách nespolupráce mezi národním hospodářstvím a globálním finančním trhem, měnová politika dosáhla snížení inflace. Důležitý nárůst integrace mezi polským finančním trhem a světovým trhem a snížení úrovně rizika investic v Polsku zabránil dalšímu provádění této strategie měnové politiky.

Rada NBS uznala, že pokud jde o růst integrace polské národní ekonomiky a světové ekonomiky je potřeba změnit strategii měnové politiky. V období 1999 – 2003 začala NBP realizovat inflační cíl pomocí přímé strategie. Strategie přímého cílování inflace nezahrnuje žádné průběžné cíle. NBP se nezaměřovala na jeden ukazatel, ale brala v úvahu všechny dostupné informace o faktorech, které ohrožují plnění přijatého inflačního cíle na daný rok. Aby dosáhla svého cíle, musí centrální banka využít všechny dostupné nástroje měnové politiky. NBP se rozhodla provádět cílování inflace pomocí přímé strategie z těchto důvodů, že:

- stanovený cíl měnové politiky je jasně definován a je srozumitelný pro hospodářské prostředí,
- s příslušnou důvěryhodností centrální banky tato strategie umožňuje celé společnosti (domácnostem, subjektům na finančním trhu, nefinančním korporacím a firmám) předvídat inflační očekávání, která jsou spojena se snižováním inflace a s vysokým ekonomickým růstem,
- pomocí větší volnosti při využívání nástrojů měnové politiky, tato strategie minimalizuje nevýhody fixního kurzu, protože umožňuje reagovat na vnitřní problémy a může na určité období izolovat hospodářství od zahraničních šoků.

Díky těmto argumentům se Rada NBP domnívala, že v porovnání s ostatními strategiemi je strategie přímého cílování inflace nejlepší volba pro období před vstupem Polska do Evropské unie.

Rada NBP tak pro měnovou politiku určuje inflační cíl a pak upravuje klíčové úrokové sazby NBP, aby maximalizovala pravděpodobnost dosažení tohoto cíle. Od roku 2004 NBP stanoví průběžný inflační cíl ve výši 2,5% s přípustným flukтуаčním pásmem ± 1 procentní bod. NBP udržuje úrokové sazby v souladu s inflačním cílem, který

ovlivňuje úroveň nominálních krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Sazby na peněžním trhu mají vliv na úrokové sazby z úvěrů a vkladů u OB a tím i ovlivňují poptávky po úvěrech v ekonomice.

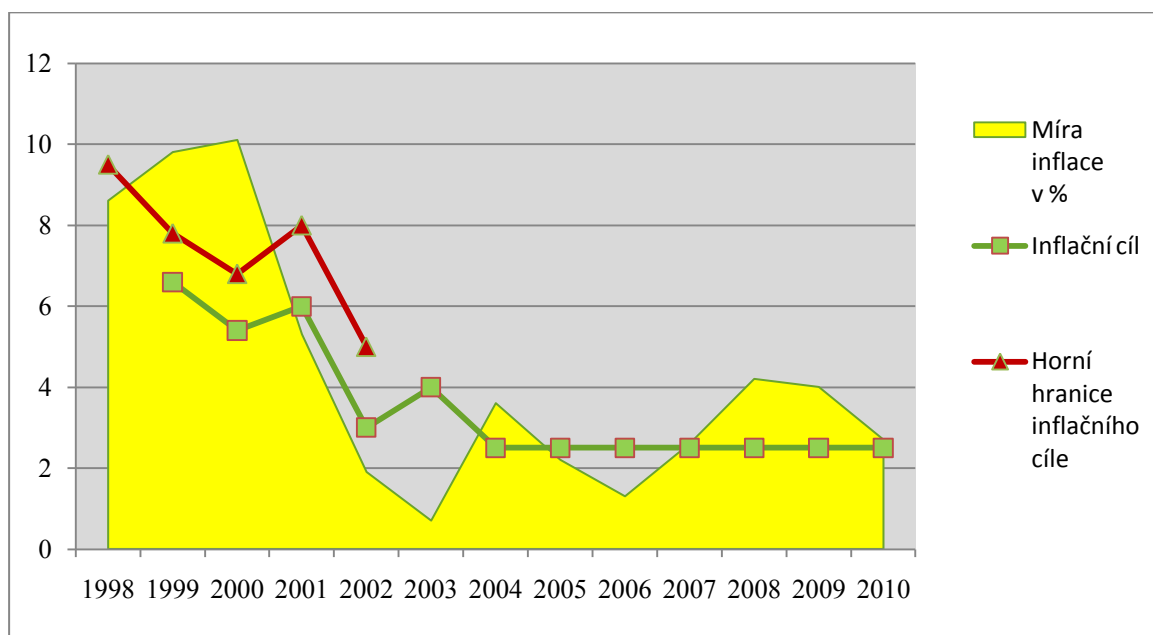
Tab. 3.3 Inflační cíle NBP za období 1998 - 2010

Plnění k měsíci	Inflační cíl	Plnění cíle	
1998 prosinec	pod 9,5%	8,6%	splněný
1999 prosinec	6,6% - 7,8%	9,8%	přestřelení
2000 prosinec	5,4% - 6,8%	10,1%	přestřelení
2001 prosinec	6% - 8%	5,3%	podstřelení
2002 prosinec	3% - 5%	1,9%	podstřelení
2003 prosinec	4%	0,7%	podstřelení
2004 prosinec	2,5%	3,6%	přestřelení
2005 prosinec	2,5%	2,2%	splnění
2006 prosinec	2,5%	1,3%	podstřelení
2007 prosinec	2,5%	2,6%	splněný
2008 prosinec	2,5%	4,2%	přestřelení
2009 prosinec	2,5%	4,0%	přestřelení
2010 prosinec	2,5%	2,7%	splněný

Zdroj: nbp.pl, eurostat, vlastní zpracování

V 90. letech trpěla měnová politika Polska velmi vysokou inflací, neboť míra inflace v roce 1990 byla 1007,6%. To bylo způsobeno přijetím Balzerowiczového plánu, který byl spojen s transformací polské ekonomiky. Ekonomika byla transformována metodou šokové terapie a to vedlo k destabilizaci ekonomiky. Provedená šoková terapie byla velmi tvrdá, a právě proto došlo k takovému růstu míry inflace. Avšak, jak můžete vidět v tabulce (3.3) nebo grafu (3.3), po zavedení cílování inflace je výsledkem snížení inflace a stabilizace ekonomiky.

Graf 3.3 Inflační cíle a čistá inflace v Polsku za období 1998 – 2010 (v %)



Zdroj: www.nbpnews.pl, vlastní zpracování

Graf (3.3) nám dokresluje pohyb inflace v intervalech inflačního cíle od roku 1998. Z grafu je možno vidět, že NBP si stanovuje poměrně nízké inflační cíle, avšak míra inflace se pohybuje většinou mimo svůj stanovený cíl, tzn., že skutečná inflace se nachází pod dolní nebo horní hranici stanoveného inflačního cíle. NBP po dobu 12 let uplatňování strategie inflačního cílování se podařilo naplnit inflační cíl pouze čtyřikrát, a to v letech 1998, 2005, 2007 a 2010.

3.2.5 Maďarsko

Maďarská národní banka (MNB) uvádí, že měnová politika Maďarska byla v 90. letech zaměřena na řízení měnového kurzu při použití tzv. „crawling pegu“⁶, aby si udržela stabilní reálné hodnoty forintu bez ohledu na vysokou míru inflace. V 80. a 90. letech Maďarsko trpělo značnou ekonomickou nerovnováhou, neboť měla dvojité deficit státního rozpočtu a obchodní bilance a veliký měnový převis. Bylo nutné ekonomiku stabilizovat, protože vysoké schodky státního rozpočtu se přelévaly do inflace. V roce 1995 Maďarsko přijalo Bokrosův balík⁷ a provedlo devalvaci forintu, čímž došlo do růstu

⁶ Crawling peg je považován za součást fixního směnného kurzu a umožňuje postupné znehodnocení nebo zhodnocení kurzu.

⁷ Bokrosův balík vydal ministr financí Lajos Bokros, který obsahoval stabilizačních opatření maďarské ekonomiky. Ten obsahoval mimo jiné 25 % devalvaci forintu, uvalení 8 % dovozní přírážky na všechny

čistého exportu i agregátní poptávky. Tím, že MNB připustila devalvaci forintu i zvýšení inflace, vytvořila pro ekonomické subjekty „polštář“, který jim umožňoval nahradit domácí poptávku zahraniční poptávkou. Avšak zahraniční investory neodradilo oslabení forintu a zvýšení inflace a dále investovali do Maďarska. To však vedlo k růstu inflace a tak se největším problémem v ekonomice Maďarska v roce 1997 stala velmi vysoká míra inflace, která měla být stabilizována dosažením tripartitní dohody v mzdové politice, zpomalením devalvace měny a zrušením dovozní přírážky. Maďarská ekonomika v této době neměla jinou volbu, než provést tato opatření, protože např. zvýšením úrokových sazeb nebo vysokým zpomalováním míry znehodnocení domácí měny by mohlo dojít k dalšímu přílivu zahraničního spekulativního kapitálu, a tak by MNB ztratila kontrolu nad růstem peněžní zásoby. MNB si stanovila další cíl, a to udržení stabilní reálné hodnoty úrokových sazeb, protože změna úrokové sazby je schopna ovlivnit budoucí inflaci.

Maďarsko od roku 2001 začalo používat strategii cílování inflace, kde MNB veřejně vyhlásila inflační cíl, kterého se snažila dosáhnout pomocí svých stanovených měnových nástrojů. MNB také prohlásila, že se bude snažit udržet kurz forintu v pásmu $\pm 15\%$. I přesto, že hospodářsko-politická teorie říká, že není možné dosáhnout dvou cílů (nízké inflace a měnového kurzu) pomocí užití jednoho nástroje (úrokových sazeb), MNB se rozhodla tuto strategii provádět. Maďarská měnová politika byla v tomto období charakteristická nízkou inflací a makroekonomickou stabilitou, takže MNB nepředpokládala, že by kurz mohl nějak výrazně fluktuovat a případně opustit fluktuační pásmo. Avšak došlo k tomu, že se kurz zhodnotil a přesáhl stanovené pásmo. To vedlo ke vzniku spekulativního očekávání ekonomických subjektů, a tak výsledkem byl veliký příliv spekulativního kapitálu. Tímto se kurz dostal na horní hranici pásma a MNB začala mít dilema, zda udržet kurz v daném pásmu (za cenu obětování inflačního cíle), anebo hlídat míru inflace ve stanoveném pásmu inflačního cíle. MNB se rozhodla pro udržení fluktuačního pásma forintu a došlo tak k výrazné intervenci na devizovém trhu, která způsobila zvýšení peněžní zásoby. Avšak MNB se podařilo udržet míru inflace v inflačním intervalu. (MNB, 2010)

dovozy, snížení počtu pracovních míst ve státních institucích o 15 % a zavedení školného na vysokých školách.

Tab. 3.4 Inflační cíle MNB stanovené v čisté inflaci za období 2001 - 2010

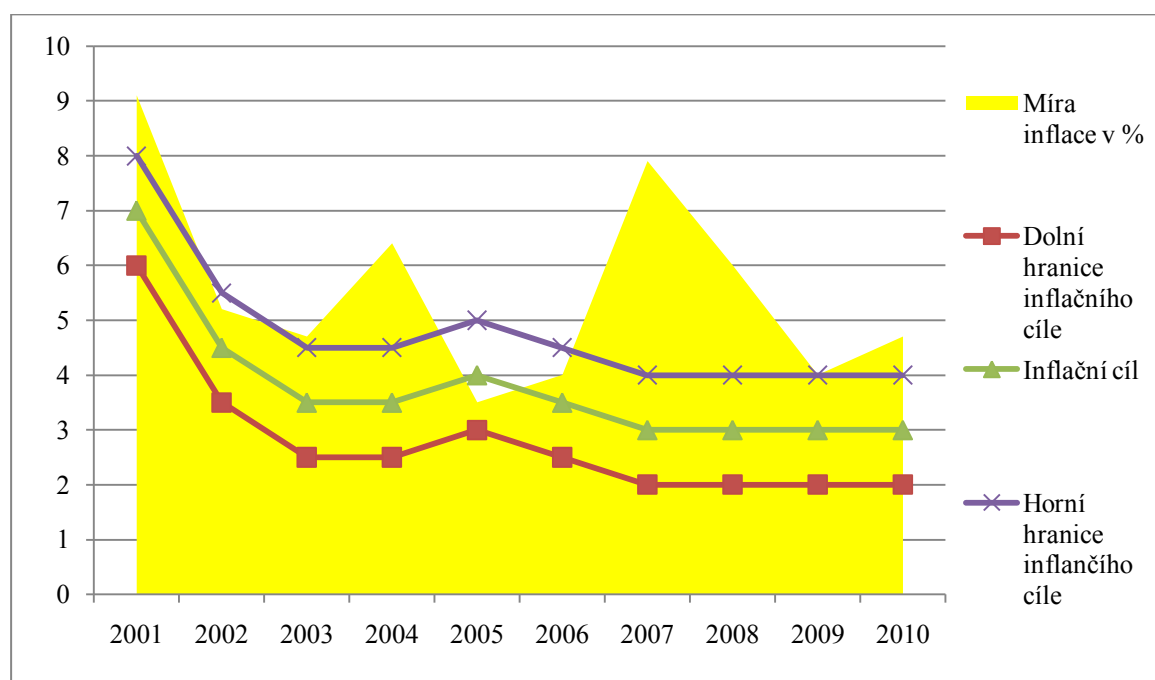
Stanovený	Plnění k měsíci	Inflační cíl	Plnění cíle	
2001 červen	2001 prosinec	7% ± 1	9,1%	přestřelení
2001 červen	2002 prosinec	4,5% ± 1	5,2%	splněný
2001 prosinec	2003 prosinec	3,5% ± 1	4,7%	přestřelení
2002 říjen	2004 prosinec	3,5% ± 1	6,4%	přestřelení
2003 říjen	2005 prosinec	4% ± 1	3,5%	splněný
2004 listopad	2006 prosinec	3,5% ± 1	4%	splněný
2005 srpen	2007 prosinec	3% ± 1	7,9%	přestřelení
2005 srpen	2008 prosinec	3% ± 1	6%	přestřelení
2005 srpen	2009 prosinec	3% ± 1	4%	splněný
2005 srpen	2010 prosinec	3% ± 1	4,7%	přestřelení

Zdroj : mnb.hu, eurostat, vlastní zpracování

Tabulka (3.4) zobrazuje inflační cíle MNB za období od roku 2001. MNB začátkem června 2001 stanovila z vládou inflační cíl pro konec roku 2001 na úrovni 7% ±1 p.b. V období 2001 – 2007 můžeme vidět, jak MNB postupně snižovala inflační cíle, protože v roce 2007 už inflační interval byl ve výši 3%. Z následujícího grafu (3.4) můžeme sledovat, jak se MNB podařilo naplnit inflační cíle.

V tabulce (3.4) a v grafu (3.4) je možno vidět, že uplatňování cílování inflace se MNB nedařilo, protože skutečná míra inflace se nacházela v cílovém intervalu pouze 4 krát a to v roce 2002, 2005, 2006 a 2009. V dalších letech docházelo k přestřelování inflačního cíle a míra inflace tak přesahovala cílové inflační pásmo. V roce 2005 byla míra inflace kolem 3,5%, což byla nejnižší hodnota za toto období, ale v porovnání s Polskem, Českou a Slovenskou republikou má Maďarsko nejvyšší míru inflace. Od roku 2007 MNB stanovila nový inflační cíl, a to na úrovni 3% ±1 p.b., který je aktuální do dnešní doby. Z hlediska naplnění inflačního cíle byl rok 2007 nejméně úspěšný, protože skutečná míra inflace třikrát přesahovala stanovený cíl. Důvodem vysoké míry inflace byl především expanzivní charakter fiskální politiky, který se projevoval neustálým prohlubováním vnitřní nerovnováhy, ale také zrychleným růstem cen v zahraničí. (MNB, 2010)

Graf 3.4. Inflační cíle a míra inflace v Maďarsku za období 2001 – 2010



Zdroj: mnb.hu, eurostat, vlastní zpracování

3.3 Dílčí shrnutí

V této kapitole jsem porovnála měnově politické strategie zemí V4, kde aktuálně každá z nich realizuje strategii inflačního cílování. V období, kdy země V4 procházely transformací svých ekonomik, přešly ze strategie fixních kurzů na strategii inflačního cílování. Došlo k tomu, že musely uvolnit měnový kurz a tímto ztratily měnovou kotvu. Přejít k realizaci inflačního cílování si vyžádalo změnu v orientaci a řízení měnové politiky z měnové na cenovou stabilitu. V současné době každá země si stanovuje svůj inflační cíl, který se snaží pomocí měnových nástrojů plnit.

V další kapitole provedu deskripci a následnou komparaci měnových nástrojů centrálních bank zemí V4 a pokusím se zanalyzovat charakter měnové politiky těchto středoevropských ekonomik.

4 Komparace nástrojů měnových politik zemí V4 a analýza charakteru měnových politik

V předešlé kapitole jsem se věnovala strategiím centrálních bank v měnové politice. Každá země V4 v současné době využívá strategii cílování inflace. Aby CB dosáhla svého stanoveného inflačního cíle, musí využít správný měnově – politický nástroj, který určuje Bankovní rada národní banky. V první kapitole jsem popsala, jaké měnově – politické nástroje může CB využívat pro uskutečňování měnové politiky. A proto v této části bakalářské práce se budu věnovat konkrétním nástrojům měnových politik zemí V4, které si centrální banky zvolily jako nejúčinnější pro provádění měnové politiky. Pokusím se zanalyzovat, jakou měnovou politiku v současné době centrální banky využívají. Zda mají restriktivní, neutrální nebo expanzivní charakter. Období, které budu porovnávat, jsem zvolila období 2007 – 2011, neboť rok 2007 neměnil trendy v růstu nebo poklesu úrokových sazeb centrálních bank V4.

4.1 Česká republika

Aktuálně ČNB pro splnění svých stanovených měnově politických cílů uplatňuje pouze nepřímé (tržní) nástroje, které stanovují stejné podmínky pro všechny subjekty bankovního systému a nevytváří měnovou politiku pomocí zákazů, příkazu nebo limitů. ČNB se snaží volit takové nástroje, kterými může nejúčinněji dosahovat konečných cílů měnové politiky, a tak nabízí obchodním bankám transakce a podmínky definované tak, aby banky následně nabízely klientům takové transakce, které jsou v danou chvíli pro ČNB vhodné.

ČNB řídí měnovou politiku pomocí těchto nástrojů:

- operace na volném trhu,
- automatické facility,
- mimořádné facility,
- povinné minimální rezervy.

Operace na volném trhu

Jak již bylo v první kapitole uvedeno, cílem operací na volném trhu, které jsou prováděny ve formě repo operací, je korigovat vývoj úrokových sazeb v ekonomice. ČNB tyto operace na volném trhu dělí z hlediska cíle a pravidelnosti následovně:

- **Hlavní měnový nástroj** - je realizován pomocí repo operací prováděných formou tendrů. ČNB při těchto operacích přijímá od OB přebytečnou likviditu a předává jim dohodnuté cenné papíry. „*Obě strany se zároveň zavazují, že po uplynutí doby splatnosti proběhne reverzní transakce, v níž ČNB jako dlužník vrátí věřitelské bance zapůjčenou jistinu zvýšenou o dohodnutý úrok a věřitelská banka vrátí ČNB poskytnutý kolaterál*“. (ČNB, 2003) Doba trvání je stanovena na 14 dní, a proto se používá tzv. dvoutýdenní repo sazba (2T repo sazba). Repo operace slouží k odčerpávání likvidity v bankovním sektoru.
- **Doplňkový měnový nástroj** - ČNB přijímá likviditu na období tří měsíců, proto má formu tříměsíčního repo tendru. Tříměsíční repo sazba je aktuální sazba peněžního trhu v době vypsání tendru, ale není sazbou ČNB. ČNB tento nástroj v současné době již nevyužívá, neboť poslední tříměsíční repo tendr byl vypsán v roce 2001.
- **Nástroje jemného ladění** - tyto nástroje používá ČNB v případech, kdy se na trhu objeví nečekané krátkodobé výkyvy v likviditě a je ohrožena stabilita vývoje úrokových sazeb. Avšak ČNB tyto nástroje využívá v praxi jen výjimečně.

Automatická facilitá (diskontní nástroje)

Tento nástroj ČNB využívá k poskytování nebo ukládání likvidity přes noc, a tak obchodní banky mají možnost zapůjčení peněz. Krátkodobé sazby na peněžním trhu se pohybují v tzv. koridoru dvou facilit :

- Depozitní facilitá – obchodní banky mají možnost uložit u ČNB přes noc svou přebytečnou likviditu. Obchodní banky mají přístup do deponitní facility, ale musí požádat nejpozději 15 minut před uzavěrkou účetního systému o uzavření obchodu Odbor korunových a devizových intervencí ČNB. Depozita jsou úročena diskontní sazbou, která tvoří dolní hranici pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.
- Marginální zápůjční facilitá – pokud si obchodní banky uzavřou rámcovou repo smlouvu s ČNB, mohou si vypůjčit přes noc likviditu formou repo operace. ČNB stanovila minimální objem 10 mil. Kč, které jsou úročeny

lombardní sazbou. Lombardní sazba stanovuje horní hranici pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB má v kompetenci, z mimořádných měnově politických důvodů, zcela zastavit poskytování lombardních úvěrů. Ačkoli OB mají trvalý přebytek likvidity, je tato facilitu využívána minimálně.

Mimořádná facilitu

Tento měnově politický nástroj ČNB zavedla na podzim roku 2008. Mimořádné repo operace se splatností dva týdny a tři měsíce mají za cíl podpořit fungování trhu se státními dluhopisy. Mimořádná facilitu byla zařazena mezi nástroje ČNB z důvodu finanční krize, aby podporovala domácí finanční trh. Ke konci roku 2010 byly zrušeny tříměsíční repo operace na dodávání likvidity bankám a od ledna 2011 je zachována pouze dvoutýdenní dodávací repo operace.

Povinné minimální rezervy

Všechny banky, které mají bankovní licenci nebo podnikají na základě tzv. „Jednotné licence“, jsou povinné držet na svém účtu u ČNB určitý objem stanovených peněžních prostředků, tzv. povinné minimální rezervy (PMR). Od 12. července 2001 jsou PMR obchodním bankám úročeny dvoutýdenní repo sazbou ČNB. ČNB stanovila objem PMR na 2% ze základny pro výpočet PMR. V současné době je funkce PMR docela nízká. Peněžní prostředky, které jsou deponované obchodním bankám v ČNB za účelem plnění stanovených PMR, slouží jako „polštář“, který zajišťuje plynulost mezibankovního platebního styku. V 90. letech ČNB prováděla proces snižování sazby PMR, až v roce 1999 dokončila postupné snižování sazby na 2%, která je totožná s úrovní sazby PMR stanovenou ECB pro obchodní banky v Hospodářské měnové unii (EMU).

Nastavení měnových nástrojů ČNB

V tabulce (4.1) můžeme sledovat vývoj měnově politických nástrojů ČNB za období 2007 – 2011. Zde je možno vidět v roce 2007 růst a pak následný pokles úrokových sazeb. ČNB při operacích na volném trhu využívala nadále základní limitní úrokovou sazbu, a to 2T repo sazbu. Do 8. února 2008 uplatňovala ČNB restriktivní měnovou politiku, neboť potřebovala snížit inflaci, a tak vzrostly sazby od 1. června 2007 o 1 procentní bod (p.b.). Od 8. srpna 2008 začala ČNB snižovat úrokové sazby a 7. května 2010 došlo ke snížení repo sazby o 0,25 p.b. na historicky nejnižší hodnotu 0,75%. Tato

sazba byla ponechána i ve zbývajících částech roku. V roce 2008 se výše sazby pohybovala na 3,75%, což je o 3 procentní body více než v roce 2011. Výše diskontní sazby klesla od roku 2008 z 2,75% na hodnotu 0,25%. ČNB také přistoupila k úpravě výše lombardní sazby, která byla nově stanovena na 1,75%. Od roku 2008 do 2011 se výše všech sazeb snížila o 3 p.b. kromě PMR, které jsou od roku 1999 do dnešní doby pořád stejné a to ve výši 2%.

Tab. 4.1 Nastavení měnově politických nástrojů ČNB za období 2007 – 2011 (v %)

Platná od:	Repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba	Povinné minimální rezervy
2007				
1.6.2007	2,75	1,75	3,75	2
27.7.2007	3	2	4	2
31.8.2007	3,25	2,25	4,25	2
30.11.2007	3,5	2,5	4,5	2
2008				
8.2.2008	3,75	2,75	4,75	2
8.8.2008	3,5	2,5	4,5	2
7.11.2008	2,75	1,75	3,75	2
18.12.2008	2,25	1,25	3,25	2
2009				
6.2.2009	1,75	0,75	2,75	2
11.5.2009	1,50	0,50	2,50	2
7.8.2009	1,25	0,25	2,25	2
17.12.2009	1,00	0,25	2,00	2
2010				
7.5.2010	0,75	0,25	1,75	2
2011				
7.5.2011	0,75	0,25	1,75	2

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Tím, že ČNB snižuje úrokové sazby, dochází k růstu nabídky peněz. Provádí tak expanzivní měnovou politiku a snaží se oživit ekonomické prostředí, které bylo zasaženo krizí z roku 2008. U expanzivní měnové politiky (snížením úrokových sazeb) dochází k růstu poptávky po penězích ze strany obchodních bank, a tím se zvýší úvěrová kapacita bank. Podniky budou mít levnější úvěry, a tak budou moci realizovat své investiční pobídky, čímž dojde ke zvýšení agregátní poptávky. Expanzivní měnovou politikou

působí ČNB přímo na míru inflace. Ale tím může také nepřímo ovlivnit snížení nezaměstnanosti a růst reálného produktu.

4.2 Slovensko

Do té doby než Slovensko vstoupilo do Eurozóny, NBS uskutečňovala měnovou politiku prostřednictvím základního rámce nástrojů, které tvořily operace s bankami a pobočkami zahraničních bank. Konkrétně to byly **operace na volném trhu** včetně emisí krátkodobých cenných papírů a jednodenních operací. Dalšími nástroji, kterými NBS řídila měnovou politiku před vstupem do Eurozóny, byly **dlouhodobé operace měnové politiky**. NBS tento nástroj používala jako doplňkový měnový nástroj, kterým byly pravidelné aukce pokladničních poukázek NBS. NBS využívala také **automatické měnové operace**, které sloužily na dorovnání likvidity obchodních bank. Automatické měnové operace se uskutečňovaly ve formě depozit v NBS při přebytku peněžních prostředků. NBS také uplatňovala povinnost tvorby a udržování **povinných minimálních rezerv** vůči bankám, pobočkám zahraničních bank, stavebních spořitelů atd. Sazba určená na tvorbu PMR byla stanovena ve výši 2% z určené základny a platila od nepřetržitě od roku 2004 do konce roku 2008. (NBS, 2008)

Od roku 2009 kdy Slovensko vstoupilo do Eurozóny, rozhodovací pravomoc v měnové politice má ECB. NBS zůstala v kompetenci pouze realizovat měnovou politiku Slovenska. NBS tak řídí měnovou politiku pomocí nástrojů, které zvolila ECB a pomocí nich se snaží udržet cenovou stabilitu.

Mezi nejzákladnější měnově politické nástroje Eurosystému a nyní tak i NBS patří operace na volném trhu, protože mají důležitou úlohu v měnové politice při řízení s úrokovými sazbami, řízení likvidity na trhu a signalizování dalšího postupování v měnové politice. Operace na volném trhu iniciuje ECB, která rozhoduje o typu obchodu, který se má použít a také o zásadách a podmínkách způsobu jeho provedení. S ohledem na jejich cíle, pravidelnost a postupy, ECB rozděluje operace na volném trhu do následujících čtyř skupin:

- Hlavní refinanční operace – tyto operace realizuje NBS a jsou to pravidelné refinanční transakce, které se provádějí týdně a obvykle se splatností jednoho

týdne. Hlavní refinanční operace jsou klíčovým nástrojem při dosahování cílů Eurosystemu .

- Dlouhodobé refinanční operace – jsou to refinanční transakce, které se uskutečňují měsíčně a obvykle se splatností tří měsíců. Tyto operace se zaměřují na to, poskytnout protistranám dodatečné dlouhodobější refinancování a realizuje jí NBS. V těchto operacích se zpravidla Eurosystem nezaměřuje na to, aby trhu signalizoval záměry měnové politiky, a proto obvykle jedná jako příjemce úrokových sazeb.
- Operace jemného ladění – se provádějí účelově, jejich cílem řízení bezprostřední likvidity na trhu a regulaci úrokových sazeb, zejména na zmírnění neočekávaných výkyvů likvidity. Jemné ladění se provádí především prostřednictvím reverzních a devizových swapů a přijímáním termínovaných vkladů.
- Strukturální operace – se provádějí prostřednictvím emise dluhopisů a přímých obchodů. Tyto operace se provádějí tehdy, když chce ECB upravit strukturální pozici finančního sektoru vůči Eurosystemu. (ECB, 2011)

Automatické operace (diskontní nástroje)

NBS pomocí automatických operací dodává a stahuje jednodenní likviditu, signalizuje záměry měnové politiky a vytváří pásmo pro jednodenní sazby finančního trhu. Smluvní strany využívají automatické operace z vlastního podnětu a realizují se prostřednictvím NBS. Smluvní strany mohou využívat:

- jednodenní refinanční operace (marginální zápůjční facility),
- jednodenní sterilizační operace (depozitní facility).

Povinné minimální rezervy

Eurosystem taky vyžaduje, aby finanční instituce na Slovensku držely rezervy na účtech NBS. Tento nástroj je velmi často používán, protože přispívá k ovlivňování likvidity celého bankovního sektoru a zároveň udržuje minimální likviditu finančních institucí, které patří do systému PMR. Základ tvoří primární vklady a emitované dluhové cenné papíry finančních institucí bez ohledu na dobu splatnosti. NBS uplatňovala do konce roku 2008 svůj systém tvorby a plnění PMR, který se v některých detailech liší od toho, který je uplatňovaný v Eurosystemu. NBS musela připravit nové pravidla tvorby PMR, aby po vstupu Slovenska do eurozóny byly harmonizované s platnými pravidly v Eurosystemu.

Nastavení měnových nástrojů NBS a ECB

V tabulce (4.2) je možné sledovat vývoj úrokových sazeb NBS za období 2007 – 2009. Můžeme zde vidět největší pokles úrokových sazeb v prosinci roku 2008, kde úrokové sazby poklesly o 0,75 p.b. NBS prováděla tuto expanzi, aby sladila úrokové sazby s ECB. Toto mělo negativní dopad na inflaci, neboť míra inflace v roce 2008 stoupla z 1,9% na 3,9%.

Tab. 4.2 Nastavení měnově politických nástrojů NBS za období 2007 – 2009 (v %)

Platná od:	Repo sazba	Jednodenní refinanční sazba	Jednodenní sterilizační sazba	Povinné minimální rezervy
2007				
28.3.2007	4,50	6,00	2,50	2
25.4.2007	4,25	5,75	2,25	2
2008				
29.10.2008	3,75	4,75	2,75	2
12.11.2008	3,25	4,25	2,25	2
10.12.2008	2,50	3,50	1,50	2

Zdroj: nbs, ecb, vlastní úprava

V následující tabulce (4.3), která vyjadřuje nastavení měnově politických nástrojů ECB, můžeme sledovat, že v roce 2009 při vstupu do eurozóny, došlo k harmonizaci úrokových sazeb se sazbami ECB. Došlo k navýšení sazby PMR na 2,5%, nárůst jednodenní sterilizační sazby na 2%. Repo sazba zůstala na 2,5%, ale jednodenní refinanční sazba klesla na 3%. Správné nastavení úrokových sazeb způsobilo pokles míry inflace na 0,9%. ECB od května 2009 do konce roku 2010 ponechávala úrokové sazby beze změny na historicky nejnižší úrovni, kde základní úroková repo sazba byla stanovena ve výši 1,00%, jednodenní refinanční sazba na 1,75% a jednodenní sterilizační sazba na 0,25%. 13. dubna 2011 ECB zvýšila základní úrokové sazby o 0,25 p.b., neboť tato změna byla nezbytná v souvislosti s ohledem na rizika pro cenovou stabilitu. „*I když měnová analýza naznačuje, že tempo růstu peněžní zásoby je dosud mírné, peněžní likvidita je nadále dostatečná a může usnadnit přizpůsobení cenovým tlakům.*“ (ČNB – měsíční bulletin 2011)

Tab. 4.3 Nastavení měnově politických nástrojů ECB za období 2009 – 2011 (v %)

Platná od:	Repo sazba	Jednodenní refinanční sazba	Jednodenní sterilizační sazba	Povinné minimální rezervy
2009				
1.1.2009	2,50	3,00	2,00	2,5
21.1.2009	2,00	3,00	1,00	2,5
11.3.2009	1,50	2,50	0,50	2
8.4.2009	1,25	2,25	0,25	1,5
13.5.2009	1,00	1,75	0,25	1,25
2010				
1.1.2010	1,00	1,75	0,25	1
2011				
13.4.2011	1,25	2,00	0,50	1

Zdroj: ecb, vlastní zpracování

ECB klade centrálním bankám jako nejdůležitější cíl udržet míru inflace blízko 2%, aby nárůst inflace nevyvolal inflační tlaky. Do roku 2010 prováděla ECB expanzivní měnovou politiku pomocí snižování úrokových sazeb. Po provedení hospodářské analýzy se ECB rozhodla v současné době zvýšit úrokové sazby a provádět restriktivní politiku, aby nedošlo k rozkolísání hospodářské stability.

4.3 Polsko

NBP ovlivňuje inflaci zejména prostřednictvím řízení úrokových sazeb. NBP se snaží dosáhnout takové úrovně úrokových sazeb v ekonomice, aby byly v souladu s deklarovaným inflačním cílem. K vytvoření krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu využívá NBP moderní nástroje měnové politiky, mezi které patří:

- procentní sazby,
- operace na volném trhu,
- povinné minimální rezervy,
- úvěrové a vkladové operace.

Procentní sazby

Základním nástrojem měnové politiky NBP uvádí krátkodobé procentní sazby, které stanovuje Bankovní rada NBP. Mezi hlavní procentní sazby patří:

- Repo sazba, za kterou NBP odkupuje od obchodních bank eskontované směnky.
- Lombardní sazba, která určuje náklad pro obchodní banky získáním finančních prostředků z NBP. Tato sazba tvoří horní hranici tzv. „overnight“ tržní sazby⁸. NBP poskytuje lombardní úvěr OB oproti zástavě cenných papírů.
- Depozitní sazba, která představuje úrokovou sazbu z vkladů obchodních bank v NBP. Defínuje dolní hranici pro výkyvy „overnight“ tržní sazby. (NBP, 2011)

Operace na volném trhu

Jak je v první kapitole uvedeno, operace na volném trhu jsou nejpoužívanějším nástrojem CB. Je to tak i v Polsku, kde NBP používá operace na volném trhu jako hlavní nástroj k ovlivňování tržních úrokových sazeb. Základní operace na volném trhu NBP provádí v pravidelných intervalech s 7 denním datem splatnosti. NBP používá pravidelně operace jemného ladění a strukturální operace. Operace jemného ladění slouží v bankovním sektoru k poskytování likvidity v delším časovém horizontu a ke stanovení předčasného splácení dluhopisů NBP. Strukturální operace může NBP v případě potřeby provést, pokud banky ztratí dlouhodobě likviditu. Jedná se o vydání obligací, nákup a prodej cenných papírů na sekundárním trhu.

V současné době NBP vydává vlastní dluhové cenné papíry, kde minimální výnos se rovná repo sazbě stanovené Bankovní radou NBP.

Povinné minimální rezervy

Mezi další měnově politické nástroje NBP patří povinné minimální rezervy. NBP vyžaduje, aby banky udržovaly povinné minimální rezervy na účtech NBP. Rezerva je určena pro zmírnění dopadu na změny v likviditě bankovního sektoru a slouží také ke snížení přebytečné likvidity bank.

Výše povinných minimálních rezerv určuje měnovou politiku. Od 31. prosince 2010 je požadována rezervní sazba v hodnotě 3,5% pro všechny typy vkladů s výjimkou peněžních prostředků získaných z prodeje cenných papírů v rámci repo operací, u nichž je sazba 0%. (NBP, 2011)

⁸ Overnight tržní sazba – „*ČNB ji využívá k úročení likvidity, kterou poskytne přes noc bankám v rámci tzv. zápůjční facility.*“ (ČNB, 2011)

Úvěrové a vkladové operace

Při používání základních operací na volném trhu s 7 denní splatností může dojít ke značným výkyvům jednodenních sazeb na mezibankovním trhu. Aby nedošlo k těmto výkyvům, existují tzv. úvěrové a vkladové operace. Tyto operace provádějí obchodní bank z jejich iniciativy a jedná se o lombardní a termínové vklady bank v NBP.

NBP poskytuje OB lombardní úvěry zajištěné zástavou cenných papírů. Tento úvěr umožňuje pokrýt krátkodobý nedostatek likvidity.

NBP také nabízí bankám možnost ukládat krátkodobé vklady na její účty. V současné době jsou vklady úročeny depozitní sazbou 2,25%, kterou stanovila Bankovní rada NBP. Depozitní vklady na účtech NBP pomáhají OB efektivněji hospodařit s přebytkem svých likvidních prostředků. (NBP, 2011)

Nastavení měnových nástrojů NBP

Následující tabulka (4.4) nám ukazuje změny úrokových sazeb NBP za období 2007 – 2011. Zde můžeme sledovat, že úrokové sazby v roce 2007 až do května 2008 rostly a od června 2008 začaly znovu klesat. PMR byly udržovány do 25. června 2009 na hodnotě 3,5%. Následně Bankovní rada NBP snížila tuto sazbu na 3%, která platila do 30. listopadu 2010. Aktuální výše sazby PMR je znovu 3,5%. Na konci roku 2009 NBP přijala nové rozhodnutí o zavedení úvěrových směnek – jako nový nástroj pro usnadnění přístupu k bankám refinancovat nové půjčky. Úvěrové směnky jsou úročeny diskontní sazbou, která byla stanovena od 1. ledna 2010 ve výši 4%. Tento úvěr byl zaveden, aby byla možnost refinancovat nově založené podniky, které v případě krize jsou méně odolné udržet si svou pozici na trhu. Depozitní sazba je v současné době stanovena na 2,5%, což je pouze o 0,2 p. b. nižší než v dubnu 2007. V Polsku je aktuálně lombardní sazba ve výši 5,5%, což je téměř 5 krát více než v ČR. I když NBP snižuje své úrokové sazby, jsou stále vysoké v porovnání s úrokovými sazbami ČNB.

Tab. 4.4 Měnově politické nástroje NBP za období 2007 – 2011 (v %)

Platná od:	Repo sazba	Lombardní sazba	Depozitní sazba	Diskontní sazba	Povinná minimální rezerva
2007					
26.4.2007	4,25	5,75	2,75	*	3,5
28.6.2007	4,5	6	3	*	3,5
30.8.2007	4,75	6,25	3,25	*	3,5
29.11.2007	5	6,5	3,5	*	3,5
2008					
31.1.2008	5,25	6,75	3,75	*	3,5
28.2.2008	5,5	7	4	*	3,5
27.3.2008	5,75	7,25	4,25	*	3,5
26.6.2008	6	7,5	4,5	*	3,5
27.11.2008	5,75	7,25	4,25	*	3,5
24.12.2008	5	6,5	3,5	*	3,5
2009					
28.1.2009	4,25	5,75	2,75	*	3,5
26.2.2009	4	5,5	2,5	*	3,5
26.3.2009	3,75	5,25	2,25	*	3,5
25.6.2009	3,5	5	2	*	3
2010					
1.1.2010	3,5	5	2	4	3
1.12.2010	3,5	5	2	4	3,5
2011					
20.1.2011	3,75	5,25	2,25	*	3,5
6.4.2011	4	5,50	2,5	4,25	3,5

Zdroj : NBP, vlastní úprava

NBP prováděla restriktivní měnovou politiku až do listopadu 2008, protože potřebovala snížit inflaci. Až v roce 2006 dosáhla NBP nízké inflace, a to v hodnotě 1,3% (tab. 3.3). NBP se tak rozhodla, že od 26. června 2008 bude postupně snižovat úrokové sazby, a tím bude provádět expanzivní měnovou politiku. Snížením úrokových sazeb se začala zvyšovat inflace. V roce 2008 se inflace nepohybovala ve stanoveném cílovém inflačním pásmu, protože výše inflace byla 4,2% a stanovený inflační cíl byl 2,5%. Jak můžeme vidět v tabulce (4.4), v roce 2011 znovu nastal dva krát růst úrokových sazeb a to o 0,25 p.b. Repo sazba v lednu 2011 vzrostla na 3,75% a dále v dubnu na 4%, lombardní sazba se také v tomto období zvýšila z 5,25% na 5,5% a depozitní sazba

z 2,25% na 2,5%. Diskontní sazba v současné době činí 4,25%. Zvyšováním úrokových sazeb NBP znovu provádí restriktivní měnovou politiku, protože pomocí vyšších úroků sníží množství peněz v oběhu a tím sníží inflaci.

4.4 Maďarsko

Tak jako všechny země V4, využívá MNB hlavně tyto tři měnově politické nástroje:

- operace na volném trhu,
- povinné minimální rezervy,
- automatické facility (diskontní nástroje).

Z toho důvodu, že tyto nástroje byly popsány v předchozích zemích, nebudu je již v této podkapitole znovu popisovat a budu se soustředit pouze na nastavení těchto nástrojů.

Nastavení měnových nástrojů MNB

Následující tabulka (4.5) nám dokresluje úrokové sazby MNB za období 2007 – 2011. V porovnání s ostatními zeměmi má MNB nejvyšší úrokové sazby. 22. října 2008 dosáhly úrokové sazby MNB nejvyšších hodnot za toto sledované období, neboť repo sazba činila 11,5%, lombardní sazba 12%, depozitní sazba 11% a PMR 11,5%. Maďarská ekonomika nejvíce trpěla krizí, neboť měla velký dluh v cizích měnách a také vysoký vládní dluh. V období od roku 2008, kdy ČNB a NBS uvolňovaly měnovou politiku a snižovaly úrokové sazby, aby dodaly do ekonomiky chybějící likviditu, MNB v té době sazby zvyšovala. Proto muselo dostat Maďarsko vysokou půjčku od mezinárodních institucí, aby stabilizovalo ekonomiku.

Od listopadu 2008 a v dalších následujících letech můžeme vidět, že MNB své úrokové sazby postupně snižovala. Vedl k tomu hlavně negativní vývoj maďarské ekonomiky a riziko poklesu inflace pod 3% inflačního cíle. V roce 2009 MNB začala uvolňovat měnovou politiku, a tak sedmkrát snížila své sazby po 0,50 p.b., celkově tedy o 2,75 p.b. Maďarská ekonomika trpěla vysokou mírou inflace, a tak největším rizikem bylo podle MNB růst inflačních očekávání spojený s reakcí na minulé inflační šoky.

MNB pro stabilizaci ekonomiky začala vytvářet nové nástroje, tzn. měnové swapy, aby podpořila financování ekonomiky. Měnové swapy jsou operace, kdy MNB obchoduje s měnou, tzn., že ji prodává nebo nakupuje za druhou měnu se současným

zpětným prodejem nebo nákupem za dohodnutý kurz. Jedná se o tříměsíční a šestiměsíční měnové swapy, které jsou určené finančním institucím

„8. února 2010 MNB oznámila zavedení nového nástroje, jehož cílem je odstraňovat bariéry v rozvoji trhu hypotečních dluhopisů a tím podporovat finanční stabilitu i efektivnost transmisního mechanismu. MNB v rámci programu nakoupí hypoteční dluhopisy denominované v domácí měně a ujme se iniciativy v oblasti regulace hypotečního financování.“ (ČNB - Monitoring centrálních bank 2010).

I v roce 2010 MNB pokračovala ve snižování úrokových sazeb, avšak míra inflace se začala pohybovat znovu nad inflačním cílem, neboť inflační cíl byl stanoven na 3% a míra inflace činila 4,7%. Po růstu míry inflace se MNB rozhodla, že bude realizovat restriktivní politiku a v listopadu 2010 zvýšila úrokové sazby.

Tab. 4.5 Nastavení měnově politických nástrojů MNB za období 2007 – 2011 (v %)

Platná od:	Repo sazba	Lombardní sazba	Depozitní sazba	Povinné minimální rezervy
2007				
6.4.2007	8	9	7	8
26.6.2007	7,75	8,75	6,75	7,75
25.9.2007	7,5	8,5	6,5	7,5
2008				
1.1.2008	7,5	8,5	6,5	7,5
1.4.2008	8	9	7	8
29.4.2008	8,25	9,25	7,25	8,25
27.5.2008	8,5	9,5	7,5	8,5
22.10.2008	11,5	12	11	11,5
25.11.2008	11	11,5	10,5	11
9.12.2008	10,5	11	10	10,5
23.12.2008	10	10,5	9,5	10
2009				
20.1.2009	9,5	10	9	9,5
28.7.2009	8,5	9	8	8,5
25.8.2009	8	8,5	7,5	8
29.9.2009	7,5	8	7	7,5
20.10.2009	7	7,5	6,5	7
24.11.2009	6,5	7,5	5,5	6,5
22.12.2009	6,25	7,25	5,25	6,25

2010				
26.1.2010	6	7	5	6
23.2.2010	5,75	6,75	4,75	5,75
30.3.2010	5,5	6,5	4,5	5,5
27.4.2010	5,25	6,25	4,25	5,25
30.11.2010	5,5	6,5	4,5	5,5
21.12.2010	5,75	6,75	4,75	5,75
2011				
25.1.2011	6	7	5	6

Zdroj: mnb, vlastní zpracování

MNB v roce 2009 předpokládala růst míry inflace, působením domácích nákladových šoků, a tak od 30. listopadu 2010 se MNB rozhodla provádět restriktivní měnovou politiku, neboť potřebovala dostat inflaci do stanoveného inflačního cíle. Nyní se repo sazba nachází na úrovni 6%, lombardní sazba 7%, depozitní sazba 5% a PMR ve výši 6%.

4.5 Komparace měnově politických nástrojů zemí V4

Níže v uvedené tabulce (4.6) je možno vidět, nastavení měnově politických nástrojů zemí V4 v roce 2011. Všechny země V4 používají repo sazbu a PMR. ČR má z těchto čtyř středoevropských zemí nejnižší repo sazbu, neboť její výše je na historicky nejnižší úrovni v hodnotě 0,75%. Země s nejvyšší repo sazbou je Maďarsko, protože jeho výše repo sazby je v hodnotě 6%. Repo sazba Slovenska se pohybuje na nízké úrovni 1,25% a repo sazba Polska je 4%. Z tabulky je také možno sledovat, že diskontní sazbu využívá pouze ČR a Polsko. Diskontní sazba v Polsku byla zavedena v roce 2010, aby byla možnost refinancovat nově založené podniky. Výše diskontní sazby v ČR je na velmi nízké úrovni a to 0,25%. Zde je vidět velký rozdíl, protože Polsko má vůči ČR vysoké sazby. Diskontní sazba Polska je o čtyřikrát větší než v ČR, neboť diskontní sazba Polska činí 4,25%. Lombardní sazbu mají všechny země V4 kromě Slovenska. V ČR se výše lombardní sazby pohybuje v hodnotě 1,75%, v Polsku v hodnotě 5,5% a v Maďarsku na vysoké úrovni 7%. Pouze Polsko a Maďarsko využívají depozitní sazbu, která v případě Polska činí 2,5% a Maďarska 5%. Jak jsem již výše zmínila, všechny země využívají PMR. Nejnižší sazbu PMR má Slovensko, neboť ECB stanovila PMR ve výši 1%. Znovu nejvyšší sazbu PMR má Maďarsko, neboť jeho objem PMR se pohybuje v hodnotě 6%. Slovensko jako jediné má zavedené jednodenní refinanční a sterilizační

sazby, které slouží k dodávání a stahování jednodenní likvidity obchodním bankám. Objem jednodenní refinanční sazby je ve výši 2% a jednodenní sterilizační sazby ve výši 0,5%.

Tab. 4.6 Nastavení měnově politických nástrojů zemí V4 v roce 2011 (v %)

Země V4	ČR	Slovensko	Polsko	Maďarsko
Repo sazba	0,75	1,25	4	6
Diskontní sazba	0,25	*	4,25	*
Lombardní sazba	1,75	*	5,5	7
Depozitní sazba	*	*	2,5	5
PMR	2	1	3,5	6
Jednodenní refinanční sazba	*	2,00	*	*
Jednodenní sterilizační sazba	*	0,50	*	*

Zdroj: cnb.cz, nbs.sk, nbp.pl, mnb.hu, ecb.int, vlastní zpracování

V současné době ČR snížila úrokové sazby, a tak provádí expanzivní měnovou politiku. Tímto se ČR snaží oživit ekonomické prostředí, které bylo zasaženo krizí. Slovensko nařízením ECB v dubnu 2011 muselo zvýšit své úrokové sazby, aby nedošlo k rozkolísání hospodářské stability a tím začalo provádět restriktivní politiku. Polsko na začátku roku 2011 zvýšilo své úrokové sazby o 0,25 p. b., a tak provádí restriktivní politiku. V Maďarsku v roce 2010 došlo ke zvýšení cen komodit, a tak se 30. listopadu 2010 rozhodla MNB zavést restriktivní opatření, neboť potřebovala dostat inflaci do stanoveného inflačního cíle.

4.6 Dílčí shrnutí

V této kapitole byly uvedeny měnové nástroje centrálních bank V4, prostřednictvím kterých centrální banky v současné době ovlivňují cenovou stabilitu. Nejdůležitějším nástrojem pro všechny země V4 jsou operace na volném trhu, ale také často využívají operace automatické facility nebo povinné minimální rezervy.

Centrální banky zemí V4 si nastavují úrokové sazby podle výše míry inflace. Pokud potřebují snížit inflaci, musí zavést restriktivní opatření a pokud chtějí zvýšit míru inflace, musí použít expanzivní opatření. Velmi nízké úrokové sazby mají ČNB a NBS, které již dosáhly nejnižšího minima. Naopak MNB má nejvyšší úrokové sazby, protože maďarská měna v roce 2007 stále oslabovala, a tak musela MNB zavést do října 2008 restriktivní opatření, aby oslabující forint neohrozil inflační cíle. V současné době úrokové sazby MNB ve srovnání s rokem 2008 poklesly, ale i přes to má MNB nejvyšší úrokové sazby.

5 Závěr

V úvodu mé bakalářské práce jsem si stanovila cíl, provést komparaci měnově politických strategií a nástrojů centrálních bank zemí Visegrádské čtyřky. Zjistila jsem, jaké nástroje a strategie používají centrální banky čtyř středoevropských ekonomik a jaký charakter mají v současnosti měnové politiky.

V bakalářské práci jsem provedla metodu deskripce a následné komparace měnových nástrojů a strategií centrálních bank zemí Visegrádské čtyřky.

Práce je rozdělena do pěti kapitol. V druhé kapitole jsem stručně popsala teoretické vymezení měnové politiky. Byly zde popsány cíle, nástroje funkce centrální banky a jaké typy měnové politiky rozlišujeme. Ve třetí kapitole byly porovnávány země V4, v současné době každá z nich uplatňuje strategii inflačního cílování. Všechny tyto země zavedly inflační cílování v období transformace a přecházely ze strategie fixních kurzů. Tím musely uvolnit měnový kurz, a tak ztratily nominální měnovou kotvu, což si vyžádalo změnu v orientaci a řízení měnové politiky z měnové na cenovou stabilitu. První zemí V4, která zavedla cílování inflace byla ČR, která v režimu cílování peněžní zásoby nebyla schopna splnit svůj tehdejší hlavní cíl, a to měnovou stabilitu, protože široká veřejnost málo rozuměla cílování peněžní zásoby, a tak pomocí kurzových turbulencí se rozkolísala inflační očekávání, která vedla ke zvýšení míry inflace. Bankovní rada NBS vydala měnový program v roce 2004, ve kterém si stanovila používat strategii cílování inflace. Slovensko žádalo již v roce 2005 jako první země ze zemí V4 požádat o vstup do eurozóny. Po zavedení strategie inflačního cílování se všem zemím podařilo snížit míru inflace. Po provedení komparace vývoje inflačního cílování všech zemí, jsem dospěla k závěru, že Slovenské a České republiky se nejvíc dařilo splnit svůj stanovený inflační cíl, i když Česká republika měla často míru inflace pod dolní hranici inflačního cíle, což bylo způsobeno nedostatkem zkušeností s prováděním nové strategie - cílování inflace. V Maďarsku byl vývoj opačný, protože skutečná míra inflace se většinou pohybovala nad horní částí cílového pásma. NBP se zase podařilo v průběhu uplatňování strategie inflačního cílování splnit inflační cíl pouze čtyři krát, a to v letech 1998, 2005, 2007 a 2010.

Česká republika si v březnu 2007 určila inflační cíl v intervalu 2% s tolerančním pásmem ± 1 p.b. na obě strany od roku 2010 do současné doby. V minulém roce, tzn. v roce 2010, byl tento cíl splněn, protože míra inflace v roce 2010 dosahovala 1,5%. Slovensko má nařízený inflační cíl ECB, který je stanoven pod 2%. NBS neměla v letech 2009 a 2010 problémy s plněním inflačního cíle, neboť inflace Slovenska byla velmi nízká – pohybovala se v roce 2009 okolo 0,9% a v roce 2010 0,7%. Míra inflace Polska se v roce 2009 pohybovala nad horní hranici inflačního cíle, protože inflační cíl byl určen na 2,5% a míra inflace byla ve výši 4%. V roce 2010 došlo k poklesu míry inflace na 2,7% a tak se Polsku podařilo cíl splnit. Maďarsko má nejvyšší inflační cíl, protože je stanoven na $3\% \pm 1\%$, avšak v roce 2010 míra inflace přesáhla určenou hranici na hodnotu 4,7%. Z toho vyplývá, že Maďarsko jako jediná země V4 v roce 2010 nedokázala splnit svůj inflační cíl.

Strategii inflačního cílování volí země mnohdy kvůli problémům s rostoucí cenovou hladinou. Jednoznačné orientování měnové politiky na číselně vyjádřený inflační cíl stanovený k určitému období nebo datu napomáhá ukotvit a následně formovat inflační očekávání v ekonomice.

Ze čtvrté kapitoly této práce je možné usoudit, že všechny země V4 využívají stejné nástroje, prostřednictvím kterých ovlivňují svůj stanovený cíl, a to cenovou stabilitu. Mezi nejpoužívanější měnové nástroje zemí V4 patří zejména operace na volném trhu, operace automatické facility a povinné minimální rezervy. Tyto tři nástroje řadíme do nepřímých nástrojů, které působí plošně na všechny subjekty finančního trhu.

Všechny centrální banky zemí V4 si stanovují svoje úrokové sazby podle potřeby ovlivňování míry inflace. Maďarská ekonomika trpěla velkou zadlužeností, a proto růst cen energií a komodit v roce 2007 se stal velkou příčinou růstu inflace a MNB nedokázala plnit své inflační cíle. MNB se potýkala s oslabujícím forintem, a tak musela nastavit vysoké úrokové sazby, aby oslabující forint neohrozil inflační cíle. ČNB a NBS (EBC) mají naopak velmi nízké úrokové sazby, které v roce 2010 dosáhly historického minima. Tyto úrokové sazby jsou ale z dlouhodobého hlediska neudržitelné, neboť lákají investory k větším rizikům, což může vést ke kolapsu.

Restriktivní politiku v současné době využívají centrální banky Slovenska, Polska a Maďarska. ČR jako jediná ekonomika zemí V4 má expanzivní charakter, protože se snaží oživit ekonomické prostředí, které bylo zasaženo krizí z roku 2008.

Seznam použité literatury

Monografie

- [1] BRŮNA, Karel. *Dynamika úrokových sazeb v kontextu měnové politiky*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica, 2009. 218 s. ISBN 978-80-245-1555-7
- [2] HOLMAN, Robert. *Transformace české ekonomiky : V komparaci s dalšími zeměmi střední Evropy* [online]. Vyd. 1. Praha : CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000 [cit. 2011-03-03]. Dostupné z WWW: <http://www.cepin.cz/docs/dokumenty/Transformace_holman.pdf>. ISBN 80-902795-6-2>.
- [3] HRNČÍŘ, Miroslav. *Měnová teorie a politika*. Vyd. 1. Praha : Vysoká škola finanční a správní, 2010. 79 s. ISBN 978-80-7408-033-3.
- [4] JUREČKA, Václav; JÁNOŠÍKOVÁ, Ivana. *Makroekonomie : Základní kurs*. 1.vyd. Ostrava: VŠB - TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA, 2008. 312 s. ISBN 978-80-248-0530-6.
- [5] KVIZDA, M. *Centrální banka a národní hospodářství*. 1.vyd. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 1998. 217 s. ISBN 80-210-1942-5. s. 76
- [6] REVENDA, Zbyněk, a kol. *Centrální bankovníctví*. 2. rozšířené vydání. Praha : Management Press, 2001. 782 s. ISBN 80-7261-051-1.
- [7] REVENDA, Zbyněk, a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vydání. Praha : Management Press, 2005. 627 s. ISBN 80-7261-132-1.
- [8] KLAUS, Václav; KOČÁRNÍK, Ivan; DYBA, Karel . *Tři roky od měnové krize* [online]. Praha : CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000 [cit. 2011-03-10]. Dostupné z WWW: <<http://www.cepin.cz/docs/dokumenty/sbornik05.pdf>>. ISBN 80-902795-3-8>.

Internetové zdroje

[1] Česká národní banka : *Úloha měnové politiky* [online]. 2003 - 2011 [cit. 2010-12-18]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/uloha.html>

[2] Česká národní banka : *Cílování inflace v ČR* [online]. 2003 - 2011 [cit. 2010-12-14]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html>

[3] Česká národní banka [online]. 2005 [cit. 2011-03-10]. *Cílování inflace v České republice*. Dostupné z WWW: <<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/inflace.pdf>>.

[4] Česká národní banka [online]. 2008 [cit. 2011-03-15]. *10 let cílování inflace 1998 - 2007*. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/10_let_inflacni_cileni_cz.pdf>

[5] Česká národní banka [online]. 2003 - 2011 [cit. 2011-03-04]. *Cílování inflace v ČR*. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html#inflacni_cile>.

[6] Česká národní banka [online]. 2004 - 2011 [cit. 2011-04-20]. *Čtvrtletník Monitoring centrálních bank*. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/>.

[7] Česká národní banka : *Nominální a reální měnový kurz* [online]. 2003 - 2011 [cit. 2010-12-18]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/faq/nominalni_realny_kurz.html>

[8] Česká národní banka [online]. 2011 [cit. 2011-04-04]. *ČNB ponechává úrokové sazby beze změny*. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2011/20110203_menove_rozhodnuti.html>.

[9] Český statistický úřad [online]. 2010, 07.10.2010 [cit. 2010-12-28]. *Když se řekne inflace, resp. míra inflace*. Dostupné z WWW: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/kdyz_se_rekne_inflace_resp_mira_inflace>.

[10] European central bank [online]. 2011 [cit. 2011-04-20]. *Měsíční bulletin*. Dostupné z WWW: <<http://www.ecb.int/pub/mb/editorials/2011/html/mb110414.cs.html>>.

[11] European central bank [online]. 2011 [cit. 2011-03-20]. *Press releases published in 2011*. Dostupné z WWW: <<http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/index.en.html>>.

[12] European central bank [online]. 2011 [cit. 2011-04-12]. *Statistical Data Warehouse*. Dostupné z WWW: <<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn135>>.

[13] European central bank [online]. 2003 [cit. 2011-03-09]. *Strategy*. Dostupné z WWW: <<http://www.ecb.int/mopo/strategy/html/index.en.html>>.

[14] Eurostat [online]. 2011 [cit. 2011-03-20]. *HICP - all items - annual average inflation rate*. Dostupné z WWW: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tsieb060&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>>.

[15] Magyar Nemzeti Bank [online]. 2010 [cit. 2011-03-10]. *Az inflációs célkovetésess rendszer*. Dostupné z WWW: <http://www.mnb.hu/Monetaris_politika/monetaris-politika/mnbhu_infcelkituzes_hu>.

[16] Národná banka Slovenska [online]. 2002 [cit. 2011-03-10]. *Analýza hospodárskeho a menového vývoja SR z pohľadu integrácie SR do EMÚ*. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/imfs_2.pdf>.

[17] Národná banka Slovenska [online]. 2004 [cit. 2011-03-09]. *Menovy program do roku 2008*. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/MPOL/mprog/2008.pdf>.

[18] Národná banka Slovenska [online]. 2008 [cit. 2011-03-15]. *Udržateľnosť inflácie*. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK%5CMU%5C08_03.PDF>.

[19] Národná banka Slovenska. [online]. 2002 [cit. 2011-04-04]. *Analýza hospodárskeho a menového vývoja SR z pohľadu integrácie SR do EMÚ*. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/imfs_2.pdf>.

[20] Národná banka Slovenska [online]. 2006 [cit. 2011-03-27]. *Výročná správa 2006*. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie%5CVyrocnasprava%5CSVK2006%5CVS2006_kap03.pdf>.

[21] Národná banka Slovenska [online]. 2007 [cit. 2011-04-04]. *Výročná správa 2007*. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/Vyrocnasprava/VSNBS07.pdf>.

[22] Národná banka Slovenska [online]. 2008 [cit. 2011-04-04]. *Výročná správa 2008*. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/Vyrocnasprava/VSNBS08.pdf>.

[23] Narodowy Bank Polski [online]. 2011 [cit. 2011-04-20]. *Statystyka i sprawozdawczość*. Dostupné z WWW: <<http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/instrumenty/instrumenty.html>>.

[24] Narodowy Bank Polski [online]. 2009 [cit. 2011-03-15]. *Statystyka i sprawozdawczość*. Dostupné z WWW: <<http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bazowa/bazowa.htm>>.

[25] Narodowy Bank Polski [online]. 2007 [cit. 2011-03-04]. *Cel inflacyjny*. Dostupné z WWW: <<http://www.nbpnews.pl/pl/commonPages/EconomicEntryDetailsPress?entryId=78&pageId=17702>>.

[26] Visegrad group 1991 - 2011 years [online]. 2006 [cit. 2011-03-04]. *O V4*. Dostupné z WWW: <<http://www.visegradgroup.eu/main.php?folderID=1013>>.

[27] Výzkum, vývoj a inovace [online]. 2006 [cit. 2011-01-25]. *Strategie hospodářského růstu*. Dostupné z WWW: <<http://www.vyzkum.cz/FrontClanek.aspx?idsekce=13633>>.

Seznam použitých zkratek

CB – centrální banka

CPI – index spotřebitelských cen

ČNB – Česká národní banka

ČR – Česká republika

ECB – Evropská centrální banka

EU – Evropská unie

HDP – hrubý domácí produkt

MNB – Maďarská národní banka

NBP – Polská národní banka

NBS – Národní banka Slovenska

OB – obchodní banky

OECD – Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj

PMR – povinné minimální rezervy

V4 – Visegrádská čtyřka

2T repo sazba – dvoutýdenní repo sazba

tzn. – to znamená

p. b. – procentní bod

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že:

- jsem byla seznámena s tím, že na mou bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- беру на vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, bakalářskou práci užít (§ 35 odst.3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího bakalářské práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o bakalářské práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, bakalářskou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 5. května 2010

.....
Jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Bystřice 765, 739 95 Bystřice

Seznam tabulek, grafů, schémat a obrázků

Tabulky:

- 2.1 Cíle měnové politiky
- 3.1 Inflační cíle ČNB za období 1998 – 2010
- 3.2 Inflační cíle NBS za období 1999 – 2010
- 3.3 Inflační cíle NBP za období 1998 – 2010
- 3.4 Inflační cíle MNB stanovené v čisté inflaci za období 2001 – 2010
- 4.1 Nastavení měnově politických nástrojů ČNB za období 2007 – 2011 (v %)
- 4.2 Nastavení měnově politických nástrojů NBS za období 2007 – 2009 (v %)
- 4.3 Nastavení měnově politických nástrojů ECB za období 2009 – 2011 (v %)
- 4.4 Nastavení měnově politických nástrojů NBP za období 2007 – 2011 (v %)
- 4.5 Nastavení měnově politických nástrojů MNB za období 2007 – 2011 (v %)
- 4.6 Nastavení měnově politických nástrojů zemí V4 v roce 2011 (v %)

Grafy:

- 3.1 Inflační cíle a míra inflace v České republice za období 1998 – 2010 (v %)
- 3.2 Inflační cíle a míra inflace na Slovensku za období 1999 – 2010 (v %)
- 3.3 Inflační cíle a čistá inflace v Polsku za období 1998 – 2010 (v %)
- 3.4 Inflační cíle a míra inflace v Maďarsku za období 2001 – 2010 (v %)

Schémat:

- 2.1 Funkce centrální banky v tržní ekonomice v současnosti
- 2.2 Členění měnové politiky

Obrázky:

- 3.1 Země Visegrádské čtyřky